

MEIZER GÁBOR – PALOTAI DÁNIEL

## AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK MONETÁRIS POLITIKÁJA

**ABSZTRAKT** • A 2008/2009-ben kezdődött világgazdasági válság nemcsak a közgazdasági gondolkodásban eredményezett paradigmaváltást, hanem a monetáris politika vitelének széles spektrumán is. A tárgyalt krízis menedzselése mellett mandátumaik teljesítése céljából mind a fejlett, mind a feltörekvő országok jegybankjainál szükségessé vált a monetáris politikai eszköztár újraértelmezése. Az elmúlt években az Európai Központi Bank is számos nemkonvencionálisnak tekinthető programot vezetett be az inflációs cél elérésére érdekében, melyek keretében hangsúlyos aspektust kap a monetáris transzmisszió javítása. Az írásunkban az EKB-eszköztár elmúlt évekbeli átalakulásának elemző értékelésére törekedtünk, kiemelt figyelemmel az egyes programok hatásmechanizmusára. Empirikus kutatások is bizonyítják, hogy a nemkonvencionális eszközök célzott, körültekintő használata érdemben támogathatja a jegybanki mandátumok elérését, így indokoltnak tekinthető, hogy integráns részévé váltak napjaink monetáris politikájának.

**KULCSSZAVAK:** monetáris politika, nemkonvencionális jegybanki eszközök, inflációs célkövetés, Európai Központi Bank

**JEL Kód:** E44, E52, E58, O20

## 1. BEVEZETÉS

Az Európai Központi Bank (a továbbiakban: EKB) monetáris politikájáról részletes ismertetést adott az *Európai Központi Bank iránymutatása az eurorendszer monetáris politikai eszközeiről és eljárásairól* című kiadvány.<sup>1</sup> Jelen tanulmány<sup>2</sup> először áttekintést nyújt az Európai Központi Bank válság előtti eszköztáráról, majd annak a pénzügyi válság kitörését követő átalakulásáról, kibővüléséről, végül röviden ismerteti az intézmény legutóbbi intézkedéseit és azok hatásait. A tanulmány<sup>3</sup> számottevően támaszkodik Ábel és szerzőtársainak munkájára.<sup>4</sup>

## 2. AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK STRATÉGIÁJA

Az Európai Központi Bank monetáris politikai stratégiája az európai jegybankok tapasztalatára, gyakorlatára épít. A választott stratégia azonban nem egyetlen vagy néhány jegybank stratégiájának mechanikus alkalmazása (nem tisztán monetáris aggregátum vagy inflációs célkitűzés), hanem elsősorban a két stratégia egyedi kombinációja és adaptációja.<sup>5</sup>

A *stabilitásorientált monetáris politikai stratégia* több részből áll. Egy számszerű inflációs célkitűzésből, amely az elsődleges célként az árstabilitást definiálja. Az árstabilitás elérését két pillér támogatja: egyrészt a jövőbeni áralakulás megítélését segítő meghatározott monetáris, pénzügyi és nem-pénzügyi jelzőszámok széles körű értékelése, másrészt pedig egy széles monetáris aggregátum alakulásának követése, amelynek elemzését számszerű referenciaérték meghatározása segíti.

Az árstabilitást 2003 májusában a következő módon definiálták: a harmonizált fogyasztóiár-index (*Harmonised Index of Consumer Prices*, a továbbiakban: HICP) éves alapon számított növekedése középtávon maradjon 2% alatt, de ahhoz közel. A cél azért alacsony, de pozitív (tehát nem zéró infláció), mert a HICP, mint min-

<sup>1</sup> EKB (2011): Az Európai Központi Bank iránymutatása (2011. szeptember 20.) az eurorendszer monetáris politikai eszközeiről és eljárásairól, elérhető: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/02011o0014-20130103-hu.pdf> (2016.02.10.).

<sup>2</sup> A szerzők kiemelt köszönetet mondanak Csontos Orsolyának, az MNB munkatársának a tanulmány elkészítéséhez nyújtott értékes segítségével.

<sup>3</sup> Az EKB-programok, -intézkedések értékelése alapvetően a 2015 végéig rendelkezésre álló információk figyelembevételével történt. A kézirat lezárására 2016. március 31-én került sor.

<sup>4</sup> ÁBEL ISTVÁN – LEHMANN KRISTÓF – SZALAI ZOLTÁN: *A monetáris politika keretei az eurozónában* (kézirat), 2014.

<sup>5</sup> HORVÁTH, ÁGNES – SZALAI ZOLTÁN: *Az európai Gazdasági és Monetáris Unió. Az ECB monetáris politikai stratégiája* (kézirat), 2005.

den fogyasztóiár-index, túlbecsüli a tényleges inflációt (például minőségi javulás és összetétel-változás miatt). Továbbá nominális ár- és bérmevségek, valamint nem-negatív kamatok esetén az alacsony, de pozitív infláció segíti az alkalmazkodást.

### 3. AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK MŰVELETI KERETRENDSZERÉNEK ÁTTEKINTÉSE

A monetáris politika az irányadó kamatok alakításával befolyásolja a gazdaságban a rövid futamidejű nominális kamatok szintjét, ami a különböző reálgazdasági csatornákon keresztül hatással van a háztartások és vállalatok kiadási, valamint megtakarítási döntéseire, a monetáris és pénzügyi fejleményekre és ezeken keresztül végső soron az árszínvonalra. A jegybank az irányadó kamatok mellett a pénzpiaci likviditási helyzet változtatásával hat a monetáris kondíciókra. A jegybank monetáris politikai műveleteivel biztosítja a pénzpiacok megfelelő működését. Ezt a hitelintézeteknek nyújtott rendszeres refinanszírozási és egyéb műveletek segítik, amelyekkel lehetőségük van az átmeneti likviditási többlet vagy hiány kezelésére. A monetáris politikai eszköztár elemei három fő csoportba sorolhatóak: *nyílt piaci műveletek*, *jegybanki rendelkezésre állás*, valamint a hitelintézeteknek az eurórendszerrel vezetett számláikon történő *kötelező tartalék képzése*.

#### 3.1. NYÍLT PIACI MŰVELETEK

A nyílt piaci műveletek fontos szerepet játszanak az eurórendszer monetáris politikájában, a kamatlábak alakításában, a piac likviditáskezelésének támogatásában, valamint a monetáris politika aktuális irányultságának jelzésében. A jegybankok nyílt-piaci műveletekkel tartják a bankközi kamatokat a kamatfolyosón belül, az irányadó MRO-ráta közelében.

Céljukat és rendszerességüket tekintve az eurórendszer nyílt piaci műveletei négy kategóriába sorolhatóak: *irányadó refinanszírozási műveletek*, *hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek*, *finomhangoló műveletek* és *strukturális műveletek*. Ami az alkalmazott eszközöket illeti, a repo (penziós) ügyletek<sup>6</sup> jelentik az eurórendszer

<sup>6</sup> A penziós ügylet repoműveletet jelent. Ezek olyan műveletek, amelyek során az eurórendszer visszavásárlási (*repurchase agreement*, vagyis repo) megállapodások keretében ad el, illetve vásárol elfogadható fedezeteket, vagy elfogadható fedezetekből álló fedezet ellenében folytat hitelezést. A penziós ügyleteket az irányadó refinanszírozási műveleteknél és a hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteknél alkalmazzák elsősorban, de a strukturális és a finomhangoló műveleteknél is alkalmazhatóak.

nyílt piaci eszközeinek legfontosabb típusát, egyszersmind a fenti négy műveleti kategória mindegyikében alkalmazhatóak, míg például az EKB-kötvények a strukturális többlet csökkentésére szolgáló műveleteknél használhatók.

Az irányadó refinanszírozási műveletek (*main refinancing operations*, a továbbiakban: MRO) az eurórendszer által végzett legfontosabb nyílt piaci műveletek, amelyek kulcsszerepet játszanak a kamatlábak alakításában, a piac likviditási helyzetének irányításában és a monetáris politika aktuális irányvonalának jelzésében. Ezek rendszeres likviditásbővítő penziós ügyletek, amelyeket heti gyakorisággal, általában egyhetes lejáratra lehet igénybe venni.<sup>7</sup> Annak érdekében, hogy az eurórendszer védve legyen a pénzügyi kockázatokkal szemben, a hitelezés mindig megfelelő fedezet ellenében történik. A válság előtt az MRO-műveletek adták a bankrendszernek nyújtott likviditás döntő többségét, a válság során azonban ezek bizonyos mértékig háttérbe szorultak, miután a bankok egyre hosszabb futamidőre igyekeztek likviditáshoz jutni, és ezért inkább a hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteket preferálták.

A hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletekre (*long-term refinancing operations*, a továbbiakban: LTRO) 2008 októbere előtt változó kamatú tenderek formájában került sor, és az EKB időről időre jelezte a későbbi tendereken várható ügyletek volumenét. A válság előtt az EKB csak 3 hónapos futamidejű LTRO-műveleteket folytatott és ez a teljes bankrendszernek nyújtott likviditásnak mindössze kb. 20%-át adta. Miután a globális pénzügyi válság, majd az euróhitelválság hatására egyes bankok számára a finanszírozási csatornák beszűkültek, az EKB növelte az LTRO-k futamidejét. 2008 márciusában először hat hónapos, majd később 12 és 36 hónapos LTRO-kra is sor került. 2011 végétől a hároméves LTRO-műveletek kezdetétől a rendszerben lévő likviditás jelentős részét már az LTRO-k adták.

A finomhangoló műveletek (*fine tuning operations*, a továbbiakban: FTO), a piac likviditási helyzetének kezelését és a kamatláb alakítását szolgáló, eredetileg *ad hoc* jellegűnek szánt ügyletek. A finomhangoló betéti vagy hiteltenderek célja kisimítani a likviditásban váratlanul jelentkező ingadozások kamatokra gyakorolt hatását. Sem a műveletek gyakorisága, sem a futamideje nem standardizált, jellemzően ún. gyorstender útján hajtják végre. Miután az EKB 2008 márciusa óta már korlátlan mennyiségben nyújt likviditást a bankrendszernek, ezek a tartalékolási időszak végi műveletek nem töltötték be eredeti szerepüket, és inkább csak fokozták a bankközi kamatok volatilitását a tartalékperiódus végén. Emiatt 2011 decemberében felhagytak a tartalékperiódus végi FTO-val. Az EKB finomhangoló műveletei közül említeni kell még az egyhetes betéti tendert, melynek keretében a bankrendszerbe kerülő többletlikviditás kerülhetett kivonásra (az értékpapír-piaci programhoz kapcsolódóan). A harmadik fontos alkalmazása a finomhangoló műveleteknek az FX-swap

<sup>7</sup> 2004 márciusa előtt az MRO-k futamideje két hét volt.

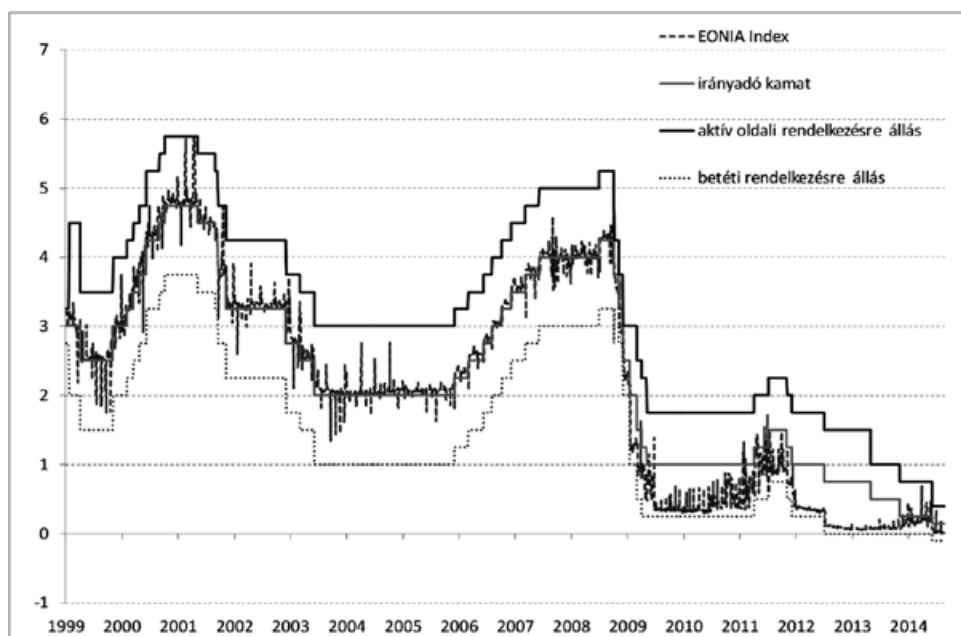
tender (devizacsere-ügylet), melyek konkrét alkalmazására a globális pénzügyi válság kitörését követően került sor.

Végül a pénzügyi likviditás szerkezetének átalakítására szolgálnak a strukturális refinanszírozási műveletek, azaz a végleges adásvételi (*outright*) ügyletek, valamint a kötvénykibocsátáson keresztül végrehajtott műveletek.

### 3.2. JEGYBANKI RENDELKEZÉSRE ÁLLÁS

Az eurórendszerrel a központi banki rendelkezésre állás két formája vehető igénybe. A jegybanksi rendelkezésre állás az egynapos (O/N) likviditás bővítésére és szűkítésére szolgál, jelzi a monetáris politika aktuális irányvonalát, illetve határt szab az egynapos piaci kamatlábnak, ami így az ún. kamatfolyosón belül, az egynapos betéti és hitel rendelkezésre állás kamata között ingadozik. Az EKB döntéshozó szerve, a Kormányzótanács tehát a kamatfolyosó mozgatójával behatárolja azt is, hogy a bankközi kamatok milyen értékek között ingadozhatnak.

Aktív oldali rendelkezésre állás (*marginal lending facility*) keretében a hitelintézetek elfogadható fedezetek ellenében egynapos likviditáshoz juthatnak a nemzeti központi bankoktól, amennyiben elegendő fedezeti eszközzel rendelkeznek. Betéti



1. ábra • A kamatfolyosó: Az EKB irányadó kamatai és az EONIA alakulása.

Forrás: Bloomberg, MNB.

rendelkezésre állás (*deposit facility*) keretében a hitelintézetek egynapos betétet helyezhetnek el az eurórendszer nemzeti központi bankjainál. Rendes körülmények között az ügyfelek betéti limitek vagy más korlátozások nélkül vehetik igénybe a betéti konstrukciót.

*Az eurórendszer monetáris politikai műveletei. EKB (2011): i. m. 12–13. o. Megjegyzés: A hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek általában három hónaposak, 2008-tól azonban bevezetésre kerültek az ennél hosszabb futamidejű LTRO-k is.*

Az eurorendszer monetáris politikai műveletei					
Monetáris politikai művelet	Tranzakció típusa		Lejárat	Gyakoriság	Eljárás
	Likviditásbővítő	Likviditásszűkítő			
Nyílt piaci műveletek					
Irányadó refinanszírozási művelet	Penziós ügylet	-	1 hét	Hetente	Tender
Hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet	Penziós ügylet	-	3 hónap	Havonta	Tender
Finomhangoló művelet	Penziós ügylet Devizawap	Penziós ügylet Lekötött betétek gyűjtése Devizawap	Nem szabványos	Nem rendszeres	Gyors tender Kétoldalú eljárás
Strukturális művelet	Penziós ügylet	EKB-kötvények kibocsátása	Szabványos/ Nem szabványos	Rendszeres és nem rendszeres	Tender
	Végleges (outright) vétel	Végleges (outright) eladás	-	Nem rendszeres	Kétoldalú eljárás
Jegybanki rendelkezésre állás					
Aktív oldali rendelkezésre állás	Penziós ügylet	-	Egynapos (O/N)	Ügyfél kezdeményezésére	
Betéti rendelkezésre állás	-	Betét	Egynapos (O/N)	Ügyfél kezdeményezésére	

### 3.3. KÖTELEZŐ TARTALÉK

Harmadik eszközként az eurórendszer minimális tartalék elhelyezésére kötelezi a hitelintézeteket a nemzeti központi bankjuknál vezetett számlájukon. A kötelező tartalék rendszerének célja a pénzüpiaci kamatok stabilizálása. Minden egyes hitelintézet köteles saját ügyfélbetétei (valamint bizonyos egyéb banki kötelezettségei) egy részének bizonyos százalékát a nemzeti központi bankjánál elhelyezett letéti számlán tartani a körülbelül egy hónapos tartalékperiódus alatt. A kamatlábak stabilizálásának érdekében a kötelezőtartalék-rendszer a hitelintézetek számára lehetővé teszi, hogy a tartalékolási kötelezettségnek a periódus átlagában feleljenek meg.

Ez a tartalékperiódus átlagában történő megfelelés azt jelenti, hogy a hitelintézetek elvileg profitálhatnak abból, ha hiteleznek a pénzüpiacokon, és ezzel időarányosan alulteljesítik a tartalékkövetelményüket mindaddig, amíg olyan magas kamatok mellett hiteleznek, aminél alacsonyabbat várnak a tartalékperiódusból még hátralevő időben. Ellenkező esetben, vagyis átmenetileg alacsony pénzüpiaci kamatok mellett a hitelintézetek hitelt vehetnek fel a bankközi piacon, amiből előre teljesíthetik a tartalékmegfelelési kötelezettségüket. Ez a fajta „arbitrázs” lehetőség hivatott biztosítani, hogy a pénzüpiaci kamatok viszonylag kiegyenlítettnek maradjanak a kamatperióduson belül, így a piaci erők stabilizálják az egynapos bankközi kamatokot, és nincs szükség arra, hogy a jegybank gyakran beavatkozzon a pénzüpiacokon.

Ez az átlagolási rendelkezés segít simítani a bankközi kamatokot a tartalékolási perióduson belül, de a periódus végén a bankok már nem tudják időben tovább vinni a likviditási többletüket vagy hiányukat. Részben ez magyarázza a tartalékperiódus végén esetenként jelentkező megugrásokat a bankközi kamatokban<sup>8</sup> (EONIA<sup>9</sup>).

A kötelező tartalék mértékét a tartalékalap százalékában határozzák meg, ezt nevezik tartalékrátának. Ennek mértéke kezdetben 2% volt, majd 2011 végén 1%-ra csökkentették. A tartalékalapba olyan mérlegelemek tartoznak, mint a két évnél nem hosszabb futamidejű betétek, illetve a két évnél nem hosszabb futamidejű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok.

<sup>8</sup> A tartalékperiódus végi likviditási helyzetet a finomhangoló műveletekkel kezelte az EKB (egészen 2011 végig, amikor megszüntette azokat, mivel azok akkor már nem csökkentették, hanem inkább növelték a bankközi kamatok ingadozását a tartalékperiódus végén).

<sup>9</sup> Az EONIA (*Euro Overnight Index Average*) a bankközi piacon az eurózóna tagállamainak bankjai által kezdeményezett egynapos fedezetlenhitel-tranzakciók súlyozott átlaga.

#### 4. AZ EKB-VÁLSÁG NYOMÁN ALKALMAZOTT INTÉZKEDÉSEINEK BEMUTATÁSA

A 2007-ben kezdődött globális pénzügyi válság, majd az eurózóna 2010-ben kirobbant adósságválsága során a reálgazdasági teljesítmény visszaesett, a pénzügyi közvetítőrendszer és a pénzpiacok működésében zavarok jelentkeztek. Lecsökkent a hitelezési és kockázatvállalási hajlandóság, számos részpiac működésképtelenné vált, valamint egyes eurózóna-tagországok államkötvényhozamai jelentősen megemelkedtek. Az Európai Központi Bank – a többi nagy jegybankhoz hasonlóan – gyors kamatsökkentésekkel reagált. Emellett az EKB a válságra adott válaszaiban a meglévő eszköztár elemeinek átalakításáról és nemkonvencionális eszközök bevezetése mellett döntött, ami segítette a pénzügyi piacok stabilizálásában.<sup>10</sup>

##### 4.1. A MEGLÉVŐ ESZKÖZTÁR ÁTALAKÍTÁSA

A válság elmélyülésével, a Lehman Brothers 2008. szeptemberi csődjét követően, megnőtt a bizalmatlanság az egyes bankok között, így még tovább nőtt az igény a likviditási tartalékok növelésére, és ezzel egy időben lecsökkent a hitelezési és kockázatvállalási hajlandóság. A bankközi piacok kiszáradtak, a kamatok megemelkedtek. A bankok a megnövekedett kockázatok miatt ahelyett, hogy egymásnak hiteleztek volna a bankközi piacon, inkább az EKB-tól vettek fel hitelt, és nála is helyeztek el betétet,<sup>11</sup> miután az adott helyzetben nem merték vállalni a vélt vagy valós megemelkedett partnerkockázatot más bankokkal szemben. A bankközi piac közvetítő szerepe jelentősen visszaesett, az EKB-ra pedig komoly feladat hárult. Olyan intézkedések kerültek bevezetésre, melyek célja a kulcsfontosságú pénzügyi piacok

<sup>10</sup> Az alábbi fejezet KREKÓ JUDIT (et al.): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalati és hazai lehetőségei, in *MNB Tanulmányok* (2012), elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/mtl100.pdf> (2016.02.10.); LEHMANN KRISTÓF – MÁTRAI RÓBERT – PULAI GYÖRGY: A Federal Reserve System és az Európai Központi Bank válság során alkalmazott intézkedéseinek bemutatása, in *MNB Szemle*, 2013/október, elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/lehmann-2.pdf> (2016. 02. 10.); valamint COUR-THIMANN, PHILIPPINE – WINKLER, BERNHARD: The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure, in *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 28. No. 4. (2012) alapján mutatja be az új eszközöket.

<sup>11</sup> A válság kezdeti szakaszában jellemző volt a likviditás felhalmozása, biztonsági tartalék képzése váratlan esetekre, később az EKB likviditás döntő többségét a perifériaországok bankjai vették fel, míg a többlet likviditás jellemzően a stabilnak ítélt országok bankjaihoz került, amelyek aztán az EKB-hoz helyezték el betétként (vagy az egynapos rendelkezésre állás, vagy az egyhetes SMP-sterilizáló betéti tender keretében).



stabilizálása, a transzmisszió helyreállítása, a bankok likviditási feszültségeinek enyhítésén keresztül a bankok hitelezési képességének erősítése.

A Lehman-csődöt követő piaci helyzetben, első lépésként 2008. október 8-án a Kormányzótanács az egyhetes MRO-tenderek alapkamat melletti korlátlan rendelkezésre állása mellett döntött. Ettől kezdve az eurórendszer bankjai korlátlan összegben juthattak jegybanki likviditáshoz, amennyiben rendelkeztek megfelelő fedezettel. Ezzel párhuzamosan a kamatfolyosó szélességét 200 bázispontról 100 bázispontra csökkentették, amivel a piaci egynapos (O/N) kamatok alapkamattól történő eltávolodását kívánták meggátolni. Az intézkedések hatására a kezdeti időszakban mintegy 150 milliárd euróval növekedett az MRO-tenderek igénybevétele.

A korlátlan rendelkezésre állás csak azoknak a bankoknak jelentett segítséget, amelyek kellő mennyiségű és minőségű elfogadható fedezettel rendelkeztek ahhoz, hogy az EKB fedezett hitelt nyújtson nekik. Annak érdekében, hogy a bankok az eszközök nagyobb hányadát tudják refinanszírozni, és ne legyenek ráutalva a befagyott bankközi piacra, az EKB több körben bővítette az elfogadható fedezetek körét, és a hitelminősítési küszöböt is csökkentette. A lazább kritériumok kockázatait a partnerkockázatok alaposabb vizsgálatával és szigorúbb kockázatkezelési eljárásokkal ellensúlyozták.

A bankok likviditási feszültségeinek enyhítését szolgálta a likviditásnyújtó műveletek futamidejének meghosszabbítása is. A válság előtt az EKB csak három hónapos futamidejű LTRO-műveleteket folytatott. Miután egyes bankok számára a finanszírozási csatornák beszűkültek, az EKB növelte az LTRO-k futamidejét, először 2008 márciusában hat hónapra, majd később 12 és 36 hónapra is. Az euróövezet adósságválságának kibontakozásával olyan válaszra volt szükség, ami akár középtávon is képes biztosítani a bankrendszer likviditását. 2011 decemberében hároméves futamidejű LTRO-kra került sor korlátlan rendelkezésre állás mellett, amit követően a rendszerben lévő likviditás jelentős részét már az LTRO-k adták.<sup>12</sup> A hároméves LTRO-val az EKB-nak sikerült mérsékelnie a szuverén kockázatok bankrendszerre gyakorolt negatív hatását, és elkerülte a hitelezés összeomlását, de a perifériaországok államkötvény-hozamait csak ideiglenesen sikerült mérsékelni.<sup>13</sup> Később az euróövezeti pénzügyi piacok helyzetének jelentős javulásával az LTRO hároméves hiteleit a vártnál gyorsabban kezdték visszafizetni a bankok.

<sup>12</sup> Ekkor döntöttek a tartalékkötelezettség 1%-ra történő csökkentéséről és az elfogadható fedezetek körének bővítéséről is.

<sup>13</sup> A likviditásnyújtó intézkedéseket – a fedezettkötvény-vásárlásokkal és az FX-swap tenderekkel együtt – az EKB „*enhanced credit support*”-nak nevezte. A program következtében jelentősen megnövekedett az EKB mérlegfőösszege és az euróövezet hitelintézetei számára rendelkezésre álló likviditás mértéke, amikor a bankközi piacok kiszáradása a bankrendszer stabilitását veszélyeztette.

Az FX-swap tenderek keretében a Fed az EKB-nak euró/dollár devizacsere ügylettel nyújtott dollár likviditást, amit az EKB szintén devizacsere művelet keretében egy, illetve három hónapos futamidőre továbbadott az eurórendszer bankjainak. A világ nagy jegybankjai 2008. szeptember 18-án a Lehman-csőd következtében megugró dollár likviditási igényre válaszul kezdtek rendszeres devizacsere-tenderekbe, aminek során az egyes jegybankok (a kanadai, brit, japán, svájci jegybank, EKB) a Fed segítségével dollárlikviditást adtak helyi deviza ellenében a bankoknak.<sup>14</sup> Emellett, a Fedhez hasonlóan, az EKB is kötött swap megállapodást a fejlettebb európai országok jegybankjaival, így a svájci, a dán és a svéd jegybankkal.

## 4.2. NEMKONVENCIONÁLIS ESZKÖZÖK

### 4.2.1. Fedezettkötvény-vásárlási program

Az EKB Kormányzótanácsa 2009. május 7-i ülésén döntött a fedezettkötvény-vásárlási program elindításáról (*Covered Bond Purchase Programme*, a továbbiakban: CBPP<sup>15</sup>). A fedezettkötvény-piac az eurórégió egyik legaktívabb kötvénypiaci szegmense. A program célja a fedezett kötvények piaci zavarainak enyhítése, a felárak mérséklése, a likviditás fokozása és ezen keresztül az elsődleges kibocsátások ösztönzése volt. Elsődleges és másodlagos piaci vásárlásokkal az EKB célzottan ennek a részpiacnak a likviditását akarta támogatni, valamint könnyíteni kívánta a hitelintézetek és a vállalatok finanszírozási feltételeit, és ösztönözni a hitelintézeteket, hogy fenntartsák, illetve lehetőség szerint bővítsék hitelezésüket. A program során kiáramló likviditást az EKB külön programmal nem sterilizálta, így az eszköz növelte a bankrendszer eurólikviditását. Azonban a program legfőbb hiányossága, hogy nem alakult ki begyűrűző hatás, azaz a normál kötvények piacán nem volt érzékelhető változás.

2011. október 6-án az EKB bejelentette a második program (CBPP<sub>2</sub>) indulását, amelynek keretében 2011. november és 2012. október között 40 milliárd eurónyi fedezett kötvény elsődleges és másodlagos piaci vásárlását tervezte. 2014. szeptember 5-én az EKB bejelentette harmadik széles körű eszközvásárlási programját (CBPP<sub>3</sub>), melynek célja nem a részpiac aktivitásának fejlesztése, hanem az inflációs cél elérésének segítése úgy, hogy a program ösztönözze a hitelezést a bankszektoron keresztül.

<sup>14</sup> Az EKB a kínai jegybankkal is kötött swap megállapodást. A megállapodás három évre szól, és a felső határa 350 milliárd jüan, illetve 45 milliárd euró. A végső cél a megnövekedett kétoldali kereskedelem zavartalanságának biztosítása volt.

<sup>15</sup> A fedezett kötvények olyan hitelviszonyt megtestesítő származékos értékpapírok, amelyek mögött a fedezetet jelzáloghitelek vagy a közzsférának nyújtott hitelekkel származó pénzáramlás (cash flow) jelenti. A kibocsátó hitelintézet esetleges csődje esetén ezek a hitelek jelentik a fedezetet, és garantálják a kötvények visszafizetését.

#### 4.2.2. Értékpapírpiazi program

2010 első felében az eurózóna adósságválsága azzal indult, hogy a piac elkezdett beárzni egy közelgő görög államcsődöt. A kötvénypiac működési zavarainak enyhítése és a transzmisszió helyreállítása érdekében az EKB elindította értékpapírpiazi programját (*Securities Markets Programme*, a továbbiakban: SMP), amely keretében az EKB elsősorban a perifériaországok kötvényeit vásárolta. A nemkonvencionális eszközökön belül az állampapír-vásárlásnál merül fel leginkább az árstabilitást elsődleges célként megfogalmazó, független jegybanki szereppel való összeegyeztethetőség problémája. A monetáris finanszírozás tilalma értelmében a vételekre csak a másodlagos piacokon került sor. (*A monetáris finanszírozás tilalmát, illetve az EKB ahhoz való viszonyát a keretes írás ismerteti.*) Továbbá ezeknek a vásárlásoknak a likviditásbővítő hatását külön likviditást csökkentő, finomhangoló műveletekkel (egyhetes betéti tenderekkel) sterilizálták. Az EKB a hosszú távon túlzottnak és a fundamentumok által nem indokoltnak ítélt szuverén kockázati felárat akarta mérsékelni, és ezáltal az önbeteljesítő szuverén válságot kívánta elkerülni az adósságválságban érintett országok esetén.<sup>16</sup> A jegybanki állampapír-vásárlás önmagában nem tudta helyreállítani a piaci bizalmat az eurózóna periféria országai esetében, az EKB nem tudta sikeresen csökkenteni a perifériaországok hosszú hozamait.

#### 4.2.3. Monetáris célú, végleges értékpapír-adásvételi ügyletek programja

Az adósságválság kezelését szolgálták a 2012 augusztusában meghirdetett monetáris célú, végleges értékpapír-adásvételi műveletek (*Outright Monetary Transactions*, a továbbiakban: OMT). A monetáris unió felbomlásától tartva rendkívül megugrottak az euróövezet perifériaországainak állampapír-hozamai, a felárakat a korábbi intézkedések (pl. SMP) már nem tudták megfelelően mérsékelni. Az OMT keretében az EKB vállalta, hogy korlátlan mennyiségben vásárol az adott ország rövidebb lejáratú (maximum hároméves) államkötvényeiből a másodpiacon, feltéve hogy az ország EU/IMF program alatt áll, és fiskális kiigazítást hajt végre. Lényegében a jelzett kondíciók (csak másodlagos piacon vásárolhatnak, rövidebb lejáratú papírokat, nem tartják feltétlenül lejáratig azokat, és feltételekhez kötik a vásárlást) biztosíthatják annak elkerülését, hogy az eszköz megalkotásának célja ne a költségvetések finanszírozása legyen. Az OMT-nek, szemben az SMP-vel, nincs felső határa, azonban szigorú strukturális feltételekhez lett kötve. A programról kevés részlet látott napvilágot, és mivel tényleges vásárlásra nem került sor, így inkább verbális intervenciónak bizonyult. Ezzel együtt a program sikeresnek tekinthető.

<sup>16</sup> A magas adósságállományok mellett a megugró hozamok önmagukban is jelentősen rontják az államadósság fenntarthatóságát, ami az elvárt hozam további emelkedéséhez vezet, és öngerősítő folyamattá válik.

#### 4.2.4. Negatív betéti kamatok

Az Európai Központi Bank a pénzügyi válság kitörését követően – több, globális jelentőségű jegybankhoz hasonlóan – nagymértékű kamatcsökkentésbe kezdett és 1%-ra vágta az irányadó rátát. Az EKB a 2011 első felében végrehajtott két 25 bázispontos emelést követően az év végén újra lazításba kezdett, és 2013 novemberéig 25 bázispontos lépésközökkel 0,25%-ra csökkentette a rátát. Ezt követően – miután az EKB több évig lebegtette a negatív betéti kamat lehetőségét – kisebb lépésközökkel folytatódott a kamatok mérséklése.

Az EKB 2014 júniusában a piaci várakozásokkal összhangban arról döntött, hogy újabb kamatcsökkentést hajt végre. Az irányadó MRO-ráta így 25-ről 15 bázispontra, a betéti rendelkezésre állás kamata 0-ról –10 bázispontra, míg az egynapos fedezett hitel kamatlába 75-ről 40 bázispontra csökkent. Ezt a lépést 2014 szeptemberében egy újabb 10 bázispontos csökkentés követte, így a betéti rendelkezésre állás kamata –20 bázispontra változott.

A kamatfolyosó fenntartásával, vagyis a betéti kamatok negatív tartományba vágásával a bankközi piacok aktivitását akarták fenntartani. Ha ugyanis nagyon beszűkülne a piaci és az EKB rendelkezésre állás kamata közötti különbség, akkor nem lenne értelme, hogy a bankok a partnerkockázatot felvállalva hitelezzenek egymásnak, ha lényegében ugyanazt a kamatot kapják hitelkockázat nélkül az EKB-nál is.

A lépés szükségességét a Kormányzótanács az inflációs várakozások további csökkenésével indokolta. Az alacsonyabb rövid kamatok az euró tartásával elérhető

#### A monetáris finanszírozás tilalma

A monetáris finanszírozás tilalma azt hivatott biztosítani, hogy a monetáris politika elsődleges célkitűzése ne sérüljön. Az uniós és tagállami közszférába tartozó intézmények központi bankok általi finanszírozása csökkenti a fiskális fegyelem irányába ható nyomást. Ezért – az EKB szerint – a monetáris finanszírozás tilalmát a lehető legkiterjesztöbben kell értelmezni, és kizárólag az uniós jogban meghatározott kivételeket lehet alkalmazni.

A monetáris finanszírozás tilalmát az Európai Unió működéséről szóló Szerződés 123. cikke\* határozza meg.

*„(1) Az Európai Központi Bank, illetve a tagállamok központi bankjai (a továbbiakban: nemzeti központi bankok) nem nyújthatnak folyószámlahitelt vagy bármely más hitelt az uniós intézmények, szervek vagy hivatalok, a tagállamok központi kormányzata, regionális vagy helyi közigazgatási szervei, közjogi testületei, egyéb közintézményei vagy közvállalkozásai részére, továbbá ezektől közvetlenül nem vásárolhatnak adósságinstrumentumokat.*

*(2) Az (1) bekezdés nem alkalmazható a köztulajdonban lévő hitelintézetekre, amelyeket a jegybanki pénzkinálat vonatkozásában a nemzeti központi bankoknak és az Európai Központi Banknak a magántulajdonban lévő hitelintézetekkel azonos elbánásban kell részesíteniük.”*

A monetáris finanszírozás kérdésköre az OMT (részletesebben lásd 4.2.3. alfejezet) tekintetében is élesen felmerült, az Európai Bíróság 2015 nyarán azonban azt az ítéletet hozta, hogy a 2012-ben indított program nem haladja meg az EKB monetáris politikai hatáskörét, nem sérti a tagállamok monetáris finanszírozási tilalmát. Mindazonáltal a 2015-ben indított állampapír-vá-

kamatfelárat csökkentették, így a lépés közvetve az euró gyengítése irányába hatott más fő devizákkal szemben. A gyengébb árfolyam pedig, a dráguló importon keresztül (*ceteris paribus*) növelheti az eurórégió fogyasztói árindexét.

#### 4.2.5. Célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek

A 2014. június 5-én bejelentett célzott LTRO-val (*targeted longer-term refinancing operations*, a továbbiakban: TLTRO) az EKB célja a magánszektorbeli hitelezés és a realgazdaság élénkítése úgy, hogy a bankok azt a hároméves LTRO-kal ellentétben már ne állampapír-vásárlásokra fordítsák. A döntés háttérében részben az állt, hogy a periféria állampapírpiaci hozamai már alacsony szintre csökkentek. A program során az EKB partnerkörébe tartozó bankok jogosultakká váltak a teljes hitelállományuk 7%-ának megfelelő hitelösszegre a TLTRO keretében, amit tovább kell hitelezniük a magánszféra felé. A program bejelentéskori feltételei alapján a bankok további finanszírozást kaphattak a 2015 és 2016 júniusa közötti időszakban negyedévente nyújtott nettó hitelezéseik arányában. A hitelállományba csak a nem pénzügyi szférának nyújtott hitelek számítnak bele, kivéve ebből a lakossági ingatlanhiteleket. A refinanszírozási kamat nagysága fix, induláskor az irányadó MRO-kamat plusz 10 bázisponttal volt egyenlő (kezdetben 0,25%). 2015 februárjában azonban úgy döntött a Kormányzótanács, hogy a refinanszírozási kamatláb a felvételkor érvényes alapkamat szintjére csökken. A bankoknak a teljes hitelállományuk alakulására kell kötelezettséget vállalniuk, de ha nem teljesítik ezeket, akkor is csak két év múlva kell visszafizetniük a hiteleket.

sárlási programmal (*részletesebben lásd 4.2.7. alfejezet*) kapcsolatban is felmerült, hogy az EKB általi vásárlások miként egyeztethetőek össze a költségvetések jegybanki finanszírozásnak tilalmával. Az állampapír-vásárlás likviditásbővítést teremt, hiszen euróval fizet az EKB a papírokért. Likviditásszabályozási (monetáris politikai) céllal pedig bármely jegybank vásárolhat a *másodpiacon* állampapírt, bár ezt általában *repo* műveletek keretében teszik. Az állampapírok nagy tömegű vásárlása kapcsán merült fel, hogy ez monetáris finanszírozást jelent.\*\* Azt elkerülendő, hogy ez ne minősüljön a költségvetés közvetlen jegybanki finanszírozásának, két fontos elemet hangsúlyozott az EKB. Az egyik elem az, hogy nem közvetlenül, hanem a másodpiacon vásárol. A másik, ennél fontosabb elem az, hogy a vásárlások ütemezését és összetételét rögzítette. A vásárlás így közvetlenül nem igazodik az egyes országok eltérő költségvetési finanszírozási igényéhez. Meghatározott kivételektől eltekintve csak befektetési kategóriába eső állampapírokat vásárol az EKB, és ezek közül az egyes országok által kibocsátott papírok vásárolni szándékozott mennyisége az EKB tőkéjéhez való hozzájárulás (*capital key*) arányában történik. Az EKB vezetői többször hangsúlyozták azt is, hogy a tárgyalat vásárlások kivitelezése prudens módon, a törvényi mandátumnak megfelelően történik.

\* Az Európai Unió működéséről szóló szerződés egységes szerkezetbe foglalt változata, elérhető: [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.C\\_2008.115.01.0001.01.HUN&toc=OJ:C:2008:115:TOC#C\\_2008115HU.01001301\(2016.02.10\).](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_2008.115.01.0001.01.HUN&toc=OJ:C:2008:115:TOC#C_2008115HU.01001301(2016.02.10).)

\*\* Ez a megfogalmazás azt jelentené, hogy az EKB megszegi a mandátumát. Bár a fiskális céllal történő vásárlást tiltja a szabály, azt látni kell, hogy ez nem vonatkozik a monetáris céllal történő vásárlásokra, bár azoknak is lehet fiskális hatása.

#### 4.2.6. Eszközfedezetű vállalati értékpapír-vásárlási program

Az EKB már 2013-ban többször jelezte, hogy élénkíteni szeretné az értékpapírosított hitelpiacot (az eszközfedezetű értékpapírok – ABS-ek – piacát), így segítve a kis- és középvállalati (kkv) szektor finanszírozását. Az eszközfedezetű vállalati értékpapír-vásárlási program (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*, a továbbiakban: ABSPP) a 2014 őszi bejelentett eszközvásárlási program részét képezi, a harmadik fedezett kötvény-vásárlási programmal együtt (lásd 4.2.1. alfejezet). Az ABSPP 2014 utolsó negyedében az értékpapír-szolgáltatást nyújtó partnerek kiválasztásával kezdődött el. A legfontosabb irányelv, hogy az értékpapír-vásárlásokban az EKB-szabályzat az irányadó, amely meghatározza a jegybanki műveletekben elfogadható fedezetek körét és a hozzájuk kapcsolódó kockázatkezelést.

Mario Draghi EKB-elnök hangsúlyozta, hogy a program értékelése során a siker mércéjének egyedül az inflációs cél elérését tartja, nem az EKB mérlegének nagyságát. A bevezetéskor szintén szerepet játszott a közép- és hosszabb távú inflációs várakozások megszilárdítása. Mario Draghi várakozása szerint az ABS-piac élénkítésével elő lehet segíteni, hogy a bankok a hitelkamataikban érvényesítsék az alacsony forrásköltségeiket, amelyeket az EKB a bankok célzott hosszú távú refinanszírozása (TLTRO) keretében felszámít. Másodszor portfólióhatást is el lehet érni a programmal, mert az ABS-ek piacára nem-banki befektetőket lehet vonzani. Végül ez a csomag segíti az egyéb eszközök hatékonyságát, amelyekkel a jegybank el kívánja érni az infláció célra emelkedését.

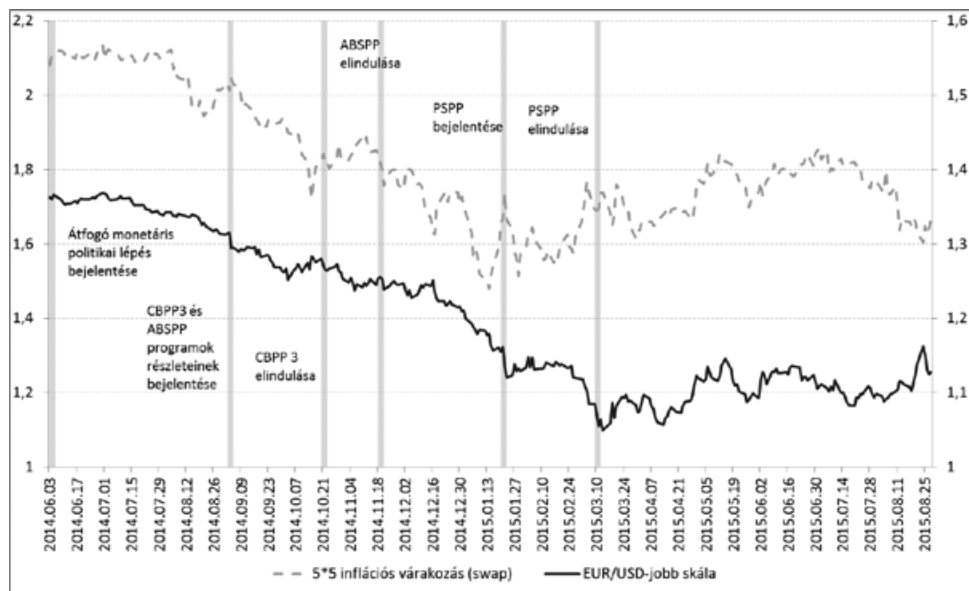
#### 4.2.7. Állampapír-vásárlásokkal kibővített eszközvásárlási program

Miután a korábbi intézkedések csak visszafogottan tudták emelni az inflációs várakozásokat, az EKB 2014 novemberében jelezte, hogy mivel az elhúzódó, túl alacsony infláció kockázata jelentős, továbbá a hosszú távú, euróövezeti inflációs várakozások szeptember óta folyamatosan az inflációs cél alatt tartózkodnak, további nem szokványos intézkedéseket – mérlegelve az állampapír-vásárlás, vagyis a „klasszikus” mennyiségi lazítás (QE) lehetőségét is – hozhatnak. Azt követően, hogy 2015 januárjában a hosszú távú inflációs várakozások jóval a jegybanki cél alá, 1,5%-ig csökkentek, az EKB újabb nem szokványos intézkedést jelentett be. Az EKB Kormányzótanácsa 2015. januári ülésén kibővítette az értékpapír-vásárlási programját, melynek értelmében az EKB euróövezeti, befektetési kategóriájú (vagy nem befektetési kategóriájú, de programországok által kibocsátott) állampapírokat is vásárol (*Public Sector Purchase Programme*, a továbbiakban: PSPP) a 2014 őszi indított egyéb értékpapír-vásárlási programok mellett. A bejelentés értelmében 2015 márciusától kezdve a másodlagos piacon havonta 60 milliárd euró értékben vásárolnak a magánszektor és az állam által kibocsátott értékpapírokat 2016 szeptemberéig, illetve addig, amíg az infláció nem emelkedik tartósan a cél közelébe. A program nagysága mintegy ezermilliárd euró, és ez az összeg tartalmazza a már korábban

megkezdett eszközfedezetű értékpapír- (ABS-), illetve fedezettkötvény- (CB-) programok keretében vásárolt papírokat is.

A döntés részletei közül kiemelendő, hogy a vásárolni tervezett állampapírok arányát az egyes országoknak az EKB tőkéjében jegyzett részaránya határozza meg (ez nagyjából az országok GDP-arányait tükrözi). A bejelentés szerint a kockázatok 80%-a a nemzeti központi bankok mérlegében jelenik meg, míg a maradék 20%-ot az EKB viseli. Hitelesemény esetén az első kockázatokot a nemzeti bankok fogják viselni, amelyeknek többnyire megvan a tőkéjük ehhez. A befogadható papírok köre lényegében megegyezik a jegybanki műveletekben befogadható papírok esetében alkalmazott minősítéssel, és csak befektetési besorolású papírok jöhetnek szóba, kivéve az EU/IMF-programok alatt álló országokat, amennyiben további feltételeknek is megfelelnek. A befogadható állampapírok lejáratá 2–30 év lehet. Emellett a kockázatok és a piaci hatások mérséklése érdekében kibocsátónként és sorozatonként is limiteket alkalmaznak.

2015. március elején újabb információk láttak napvilágot a március 9-én induló, állampapír-vásárlási programmal kapcsolatban. Kiderült, hogy a programba befogadhatók olyan papírok is, melyek hozama negatív, feltéve hogy nem alacsonyabb, mint az EKB betéti kamata (ami akkor –0,2 százalék volt). Amennyiben egyes országok által kibocsátott állampapírokból nem áll rendelkezésre elegendő mennyiség – figyelembe véve a kibocsátói és kibocsátási korlátokat –, akkor ahhoz, hogy az EKB-



2. ábra • Inflációs várakozások (bal tengely), valamint az EUR/USD árfolyam alakulása (jobb tengely) az EKB lépéseinek függvényében. Forrás: Bloomberg.

ban jegyzett tőke arányának megfelelő mennyiséget elérje a program, „helyettesítő” papírokat vásárolhatnak. Ezek a helyettesítő papírok meghatározott, euróövezetben bejegyzett nemzetközi és nemzetek feletti intézmények által kibocsátott kötvények lehetnek, amelyek listáját szintén közzé tették. A kezdeti lista 2015 folyamán fokozatosan bővült. Az ilyen intézményi kibocsátású papírok a teljes állampapír-vásárlási program 12%-át tehetik ki.

#### 4.2.8. A meglévő programok felülvizsgálata

Az EKB Kormányzótanácsának 2015. decemberi ülése előtt a döntéshozók erőteljesen kommunikáltak a mennyiségi lazítás felülvizsgálatáról, ami a piaci szereplők lazítási várakozásait fokozta. A decemberi ülésen a Kormányzótanács 0,1 százalékponttal,  $-0,3\%$ -ra csökkentette a jegybanki betéti kamatot, miközben változatlanul hagyta a fő refinanszírozási kamatot  $0,05\%$ -on, illetve a marginális refinanszírozási kamatot  $0,3\%$ -on.

Az értékpapír-vásárlási program időtartamát meghosszabbították 2017 márciusáig vagy szükség esetén tovább, és kiterjesztették az elfogadható papírok körét az euróban denominált, forgatható regionális és helyhatósági értékpapírokra is. A havi vásárlások 60 milliárd eurós összegét nem változtatták meg. Bejelentették, hogy a program keretében lejáró papírok tőkeértékét ismételten befektetik, így az EKB mérlege még jóval 2017 márciusa, vagy az új vásárlások befejezése után sem fog csökkenni. Az a döntés, hogy az értékpapírprogram keretében vásárolt papírok lejáratakor a tőkeértéket újra befektetik, azt jelenti, hogy az alkalmazkodó jegybanki politika még azután is fenn fog maradni, miután az értékpapír-vásárlási program véget ér 2017 márciusában vagy esetleg még később. A program meghosszabbítása (legalább) hat hónappal, illetve a program keretében vásárolt papírok lejáratakor a tőkeösszeg újrabefektetésének bejelentése az EKB szerint 680 milliárd eurónyi további lazítást jelent, ami a GDP  $6,5\%$ -ának megfelelő összeg. Elvben nincs felső határa a mennyiségi lazításnak. Emellett továbbra is megmaradnak a fix kamatozású MRO és három hónapos LTRO mennyiségi tenderek is. A 2015 decemberben publikált makrogazdasági előrejelzésükben az euróövezeti GDP növekedését enyhén magasabban, az inflációt pedig némiképp alacsonyabban látták a szeptemberi előrejelzéshez képest.

## 5. AZ EKB INTÉZKEDÉSEINEK ÉRTÉKELÉSE

Az EKB nemkonvencionális eszközeinek (*enhanced credit support*) hatásosságát többnyire az EKB-ban készült becslésekkel vizsgálták, amelyek alapvetően azt a következtetést vonták le, hogy a nemkonvencionális eszközök szignifikánsan és pozitívan befolyásolták a pénzügyi piacok működését valamint a gazdaság teljesítményét. Bár nem tudtak megelőzni jelentősebb visszaesést, a program nélkül azonban a GDP



visszaesésének mértéke és a munkanélküliség is érdemben nagyobb lett volna.<sup>17</sup> A legutóbbi döntéshozói nyilatkozatok pedig arra is felhívják a figyelmet, hogy a programok hiányában az eurózóna deflációs nyomás alá került volna, a növekedés pedig tovább csökkenne.

Az alábbi fejezetben részletesebben ismertetjük azon intézkedések hatásait, amelyek az utóbbi időszakban az inflációs cél elérése, illetve a közép- és hosszú távú inflációs várakozások horgonyzása érdekében vezettek be.

### 5.1. ÁLLAMPAPÍR-VÁSÁRLÁSOKKAL KIBŐVÍTETT ESZKÖZVÁSÁRLÁSI PROGRAM (PSPP) KÖZVETLEN HATÁSAI

Az állampapír-vásárlási program 2015. januári bejelentése a hosszú távú inflációs várakozások emelésének irányába hatott, és ebben a tekintetben hatékony eszköznek bizonyult. Az inflációs várakozások azonban továbbra sem érték el a jegybanki célt, és az emelkedés sem bizonyult tartósnak: 2015. március végére a hosszú távú inflációs várakozások 1,65% közelébe csökkentek vissza.

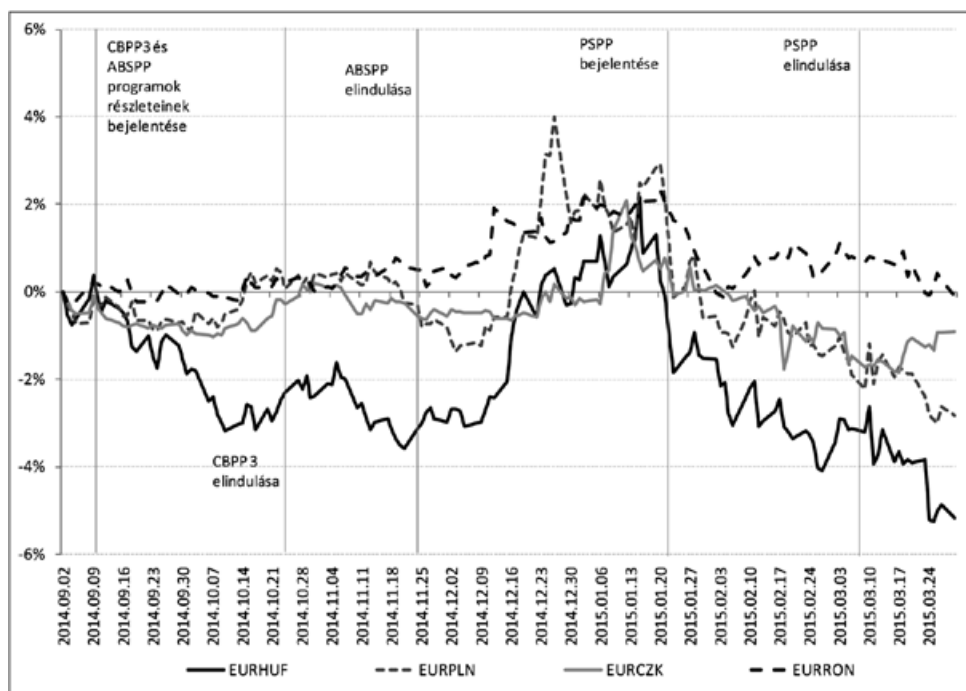
A szuverén kötvénnyvásárlási program a hozamgörbe hosszabb végén fejtette ki a hatását nagyobb mértékben, abszolút értelemben pedig a perifériaországokat érintette legkedvezőbben. Általánosságban az is elmondható, hogy a 10 éves benchmark papírok hozamai abszolút értelemben nagyobb mértékben süllyedtek, mint az ötéves benchmarkok. Az effektív vásárlások alatt a hozamok mérséklődése jellemzően a 10 éves benchmarkok esetében volt megfigyelhető. A program hozamleszorító hatása abszolút értelemben erőteljesebben jelentkezett a magasabb hozamú, elsősorban a perifériához tartozó országok esetében, mint a magországnál. Magyarország, Románia és Lengyelország esetében az euróban denominált papírok hozamai jóval nagyobb mértékben süllyedtek, mint a helyi devizában kibocsátott állampapíroké, ami arra utalhat, hogy a helyettesítési hatás elsősorban az európapírok esetében történhetett meg.

Összességében az EKB állampapír-vásárlásaival kapcsolatos erősödő piaci várakozás, majd annak bejelentése nemcsak a hosszú lejáratú hozamokra volt hatással, hanem érdemben gyengíthette az eurót, emellett pedig a régiós devizák erősödéséhez is hozzájárulhatott. Az eszközvásárlások egyéb pillérei nem voltak érdemi hatással a régiós devizaárfolyamokra.<sup>18</sup>

Az intézkedést követően megjelent EKB-prognózisban a 2015-re vonatkozó növekedési előrejelzés magasabb, az inflációs előrejelzés alacsonyabb lett az előző negyedévihez képest. A növekedési előrejelzés pozitív meglepetése részben az EKB

<sup>17</sup> KREKÓ (et al.): *i. m.*

<sup>18</sup> Lásd 3. ábra.



3. ábra • Régiós árfolyamok alakulása az EKB lépéseinek függvényében. Forrás: Bloomberg.  
Megjegyzés: A negatív értékek a feltörekvő devizák erősödését jelentik.

támogató intézkedéseinek, részben a kedvezően alakuló energiaáraknak és pénzügyi kondícióknak, valamint az egyes tagországokban megvalósított reformoknak tulajdonítható. Az EKB inflációs prognózisa ugyan 2015-re 0%-ra csökkent, a 2017-es előrejelzést azonban a 2%-os cél közelébe emelték.

## 5.2. AZ EDDIGI ÁLLAMPAPÍR-VÁSÁRLÁSOK RÉSZLETEI

Az egyes eszközcsoportokban végrehajtott vásárlások fő számaikat hetente közli az EKB, részletes bontást pedig minden hónap elején tesz közzé. Ezek alapján 2015. december 25-ig a fedezettkötvény-vásárlási programja keretében 143,8 milliárd euró, az eszközfedezetű papírok (ABS) vásárlása esetén 15,5 milliárd euró, míg az állampapírok esetében 493 milliárd euró vásárlásra került sor. Az állampapír-vásárlások heti megoszlása alapján 2015 októberben közel átlagos (enyhén kisebb) vásárlásokra került sor, míg novemberben összességében átlag feletti állampapír-vásárlás zajlott le. A decemberi kormányzótanácsi ülést követően érdemben emelkedett a heti vásárlások mennyisége két héten át, az ünnepek környékén azonban jelentősen le-

csökkent. Összességében eddig a hetente vásárolt mennyiség 6,4–16,5 milliárd euró között mozgott (11,8 milliárd euró az átlag).

Részletes, ország szintű megoszlásokat a jegybank csak havonta közöl. A 2015. december végi adatok alapján a március 9-én kezdődött, kiterjesztett eszközvásárlások során az EKB, illetve az eurózóna központi bankjai nagyjából a kitűzött cél szerint, vagyis az EKB-tőkekulcsok arányában vásárolták az állampapírokat. A nagyobb országokban (Németország, Franciaország, Olaszország) jellemzően enyhén (0,1-0,7 százalékpontos eltérés a tőkekulcstól) tőkekulcs felett vásároltak állampapírokat, míg a kisebb országokban valamivel kulcs alatti vásárlások történtek.

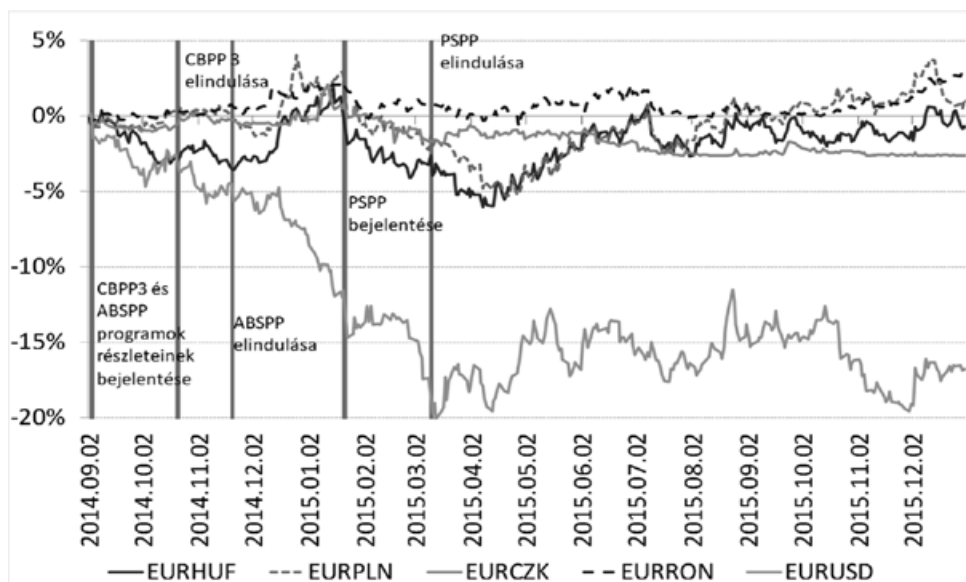
A program kezdetétől 2015. december végéig vásárolt papírok durációja 6,3–10,4 év között szóródott (8,02 éves átlag mellett). Míg például Portugáliában és Spanyolországban átlag feletti futamidejű portfóliót vettek a nemzeti jegybankok, illetve az EKB, addig Hollandiában, Finnországban vagy Németországban átlag alatti a portfólió durációja.

### 5.3. AZ EDDIGI ÁLLAMPAPÍR-VÁSÁRLÁSOK PIACI HATÁSAI

A 2014. december eleji EKB ülés és a tárgyalt program effektív elindítása között a várakozási csatornán keresztül érdemi hozamleszorító hatást figyelhettünk meg, majd az ezt követő körülbelül fél évben összességében emelkedtek az állampapírpiazi hozamok. A nyári hónapokban globálisan megfigyelt pénzügyi feszültségek enyhülése után 2015 szeptemberében újból mérséklődni kezdtek a hozamok, de csak részben tudott korrigálódni a tavaszi-nyári hozamemelkedés. A hozamcsökkenéshez az is hozzájárulhatott, hogy az időszakban az EKB a további lazítás irányába mozdult el. Az EKB 2015. decemberi kamatdöntését követően ugyanakkor a hosszú állampapírhozamok emelkedést mutattak az európai piacokon (a vártnál kisebb lazítás következtében). A Fed decemberi kamatmeghatározó ülése, ahol a várakozásoknak megfelelően megemelte az irányadó kamatrátát az amerikai jegybank, csak átmeneti hozamemelkedést okozott az európai piacokon.

Összességében a 2014. december óta megfigyelhető változás az eurózónában általánosságban csökkenést mutat (0–104 bázispontos mértékben), egyedül az ausztriai és finn hozamok emelkedtek enyhe mértékben. A teljes időszakot tekintve továbbra is látszik, hogy érdemi hozamleszorító hatást a relatíve kisebb állampapírpiaccal rendelkező országokban (Lettország, Szlovákia, Szlovénia, Litvánia) ért el az EKB állampapír-vásárlási programja.

A régiós devizaárfolyamok tekintetében összességében az mondható el, hogy az időszakban egyrészt az országspecifikus tényezők (lengyel zloty, forint), másrészt a nemzetközi befektetői hangulat változása (forint) játszott jelentős szerepet, míg az EKB részéről érkező hatások feltehetően a régiós devizák viszonylagos stabilitásához járulhattak hozzá.



4. ábra • Az EUR/USD és a régiós árfolyamok alakulása az EKB lépéseinek függvényében.  
 Forrás: Bloomberg. Megjegyzés: A negatív értékek a második helyen szereplő devizák erősödését jelentik.

Az euróövezeti hitelezés mind a háztartási, mind a vállalati szegmensben javult. A háztartási hitelezés 2015 tavasza óta 1%-ot meghaladó mértékben bővült éves alapon, 2015 novemberére megközelítve a 2%-os növekedést. A vállalati hitelezés éves növekedése 2015. június óta enyhén pozitív tartományban van. Novemberben a nem-pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedése 0,8% volt. Lejárat szerinti bontásban az egy éven belüli vállalati hitelek mérséklődtek, míg az 1–5 éves lejáratú vállalati hitelezés jelentősen, az öt éven felüli lejáratú enyhén nőtt éves összevetésben.

### Felhasznált irodalom

1. ÁBEL ISTVÁN – LEHMANN KRISTÓF – SZALAI ZOLTÁN: *A monetáris politika keretei az eurozónában* (kézirat), 2014.
2. COUR-THIMANN, PHILIPPINE – WINKLER, BERNHARD: The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure, in *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 28. No. 4. (2012), 765–803. o.
3. EKB (2011): Az Európai Központi Bank iránymutatása (2011. szeptember 20.) az eurorendszer monetáris politikai eszközeiről és eljárásairól, elérhető: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/0201100014-20130103-hu.pdf> (2016.02.10.).

4. HORVÁTH ÁGNES – SZALAI ZOLTÁN: *Az európai Gazdasági és Monetáris Unió. Az ECB monetáris politikai stratégiája* (kézirat), 2005.
5. KREKÓ JUDIT (et al.): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalati és hazai lehetőségei, in *MNB Tanulmányok* (2012), elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/mt100.pdf> (2016.02.10.).
6. LEHMANN KRISTÓF – MÁTRAI RÓBERT – PULAI GYÖRGY: A Federal Reserve System és az Európai Központi Bank válság során alkalmazott intézkedéseinek bemutatása, in *MNB Szemle*, 2013/október, elérhető: <https://www.mnb.hu/letoltes/lehmann-2.pdf> (2016.02.10.).