

## **A nemkonvencionális monetáris politika transzmissziós mechanizmusa, valamint a mennyiségi lazítás egyes pénzpiaci és makrogazdasági hatásai**

CSIKI MÁTÉ

A 2008–2009-es globális pénzügyi válság és utóhatásai nyomán kialakult pénzügyi turbulenciák és gazdasági visszaesés mentén a hagyományos monetáris politikai eszköztár csak korlátozott mértékben volt képes segíteni a monetáris politikai célok elérését, amelyre válaszul számos jegybank a nemkonvencionális eszközök különböző formáját vetette be. A nemkonvencionális monetáris eszközök transzmissziója – ahogyan a jegybanki döntések hatnak végső soron a kibocsátásra és az inflációra – eltér a hagyományos eszközök transzmissziós elméleti keretétől. Tanulmányomban az elmúlt években a fejlett országok jegybankjai – FED, ECB, BoE – által széles körben alkalmazott hagyományostól eltérő eszközeit, a nemkonvencionális monetáris politika transzmissziós mechanizmusát, illetve a pénzpiaci és reálgazdasági változókra ható tényezőit mutatom be elméleti modelleket és empirikus tanulságokat felhasználva. Az eddigi empirikus kutatások fő megállapításai szerint a jegybankok nemkonvencionális intézkedései szignifikánsan csökkentették a hosszú távú hozamokat, stabilizálták a pénzpiacok működését, emellett a vezető jegybankok eszközvásárlási programjai – időben eltérő módon – jelentős reálgazdasági hatással bírtak.

### **Bevezetés**

A 2008–2009-es globális pénzügyi válság és utóhatásai nyomán a világ számos országában sérült a transzmissziós mechanizmus valamely csatornája a válság előtti túlzott eladósódás, majd a válságot követő elhúzódó mérlegkiigazítás miatt. A gazdasági szereplők növelték a megtakarításaikat, visszafogták a beruházási és fogyasztási keresletüket. A mérlegalkalmazkodás hatására a hagyományos monetáris politikai kamatsatorna veszített hatékonyságából.<sup>1</sup> A hagyományos, konvencionális monetáris politikai eszközök nem voltak képesek támogatni a monetáris politikai célok elérését. A legtöbb fejlett országban a nominális kamatláb elérte effektív alsó korlátját (zero lower bound, ZLB), a további monetáris lazítás új eszközök bevezetését igényelte a jegybankok részéről.

A nemkonvencionális eszközök alkalmazása akkor indokolt, ha (1) a nulla körülire csökkent kamatszint további csökkentése a hitelkínálat ösztönzésére nem lehetséges, és/vagy (2) egy adott hitel- vagy tőkepiacon bekövetkezett likviditási és árazási zavar miatt indokolt a monetáris beavatkozás a transzmisszió helyreállítása érdekében, és/vagy (3) a bankok mérleglépítése

---

<sup>1</sup> FELCSER – LEHMAN – VONNÁK 2017.

miatt zsugorodó hitelállomány ellensúlyozására célzott hitelösztönző beavatkozásra van szükség.<sup>2</sup>

A hitelezési aktivitás csökkenése mögött kínálati oldalról a hitelezési feltételek szigorodása, a források korlátozott mennyisége, a bankok csökkenő kockázatvállalása, mérlegalkalmazkodása és a pénzüpiaci bizonytalanság állt. Kereslet oldali korlátot jelentett a magánszektor mérlegalkalmazkodása, a gazdasági bizonytalanság, valamint a romló hitelképesség. A válság hatására a kockázati felárak is megugrottak, amelyek közvetlenül megjelentek a hitelkamatokban.<sup>3</sup> A jegybankok a monetáris transzmisszió működőképességének megőrzése, a pénzüpiaci zavarok feloldása, valamint a monetáris politikai célok elérése érdekében különféle nemhagyományos eszközök alkalmazása mellett döntöttek. A nemhagyományos eszközök bevezetésének célja, a jegybankok eltérő végső céljük függvényében, a defláció elkerülése, a pénzügyi stabilitás helyreállítása, valamint a gazdasági aktivitás támogatása volt.

A fejlett országok jegybankjai az általános likviditásnyújtó intézkedések mellett nagy mennyiségű eszközvásárlásba kezdtek. Az eszközvásárlások (quantitative easing, QE<sup>4</sup>) előre bejelentett összegű vagy nyílt végű állampapír-vásárlást vagy értékpapír-vásárlást jelentenek.<sup>5</sup> Az eszközvásárlások hosszú hozamokra gyakorolt hatását a jegybankok előretékintő iránymutatással egészítették ki. Emellett több jegybank is alkalmazott hitelösztönző intézkedéseket is, elsősorban a vállalati hitelezés élénkülését célozva.

A nemhagyományos eszközök csoportosítása:<sup>6</sup>

- általános likviditásbővítő intézkedések,
- eszközvásárlások, azon belül állampapír-vásárlások,
- eszközvásárlások, azon belül célzott hitelpiaci beavatkozás,
- célzott hitelösztönző intézkedések,
- előretékintő iránymutatás.

A tanulmány célja a jegybanki eszközvásárlások elméleti hátterének, azok transzmissziós mechanizmusának, valamint a vezető jegybankok (European Central Bank, ECB; Bank of England, BoE; Federal Reserve, FED) által alkalmazott mennyiségi lazítási programok bemutatása, illetve az eddigi empirikus tanulmányok alapján ezen programok egyes pénzüpiaci és makrogazdasági hatásainak ismertetése.

---

<sup>2</sup> POLGÁR – NOVÁK 2012; KREKÓ et al. 2012.

<sup>3</sup> FELCSER – LEHMAN – VONNÁK 2017.

<sup>4</sup>A szakirodalomban jellemzően a jegybanki eszközvásárlások átfogó elnevezése a mennyiségi lazítás (quantitative easing, QE), ahol megjelennek mind az állampapírpiacon, mind a magánszektor hitelezési kondícióit érintő beavatkozások.

<sup>5</sup> FELCSER – LEHMAN – VONNÁK 2017.

<sup>6</sup> KREKÓ et al. 2012.

## A nemkonvencionális eszközök elméleti megalapozása

A nemkonvencionális eszközök elméleti modelljeinek középpontjában a pénzügyi surlódások állnak. A nemkonvencionális monetáris politika transzmissziós mechanizmusának hatása kizárólag akkor tud érvényesülni, ha a pénzügyi piacok funkcióiban zavarok, surlódások és tökéletlenségek jelentkeznek.<sup>7</sup> Egyrészt léteznek információs surlódások, amely szerint a magánszektor csak korlátozott információkkal rendelkezik a várható, jövőbeli monetáris politikai irányultságról és a reálgazdaság jövőbeli teljesítményéről.<sup>8</sup> Másrészt a gazdaságban tapasztalhatunk piaci surlódásokat, ami a pénzügyi eszközök korlátozott helyettesíthetőségéből ered, amely szerint a befektetők igyekeznek az általunk preferált lejáraton befektetni, ezzel meghatározott mértékű kamatláb- és hitelkockázatot vállalva.

Gertler és Karádi modelljében<sup>9</sup> a pénzügyi közvetítőrendszer endogén mérlegkorlátokkal szembesül, az ügynökprobléma mentén a bankok tőkehelyzete (korlátozott tőkeáttétele) határozza meg a bankok forrásszerzési lehetőségeit, ami befolyásolja a hitelfelárat és a hitelkihelyezéseket. Ebben az esetben a jegybanki beavatkozás jóléti nyereséget eredményezhet, mert a jegybank – szemben a pénzügyi közvetítőrendszerrel – korlátlanul tud forrást bevonni, nem szembesül ügynökproblémával, illetve tőkeáttételi korlattal.<sup>10</sup> A jegybanki beavatkozás ugyan hatékonyságvesztéssel jár, azonban válságos időszakban – amikor a gazdaság forrásbevonási korlátokkal szembesül – ez növeli a beavatkozás nettó nyereségét. Curdia – Woodford modelljében<sup>11</sup> a pénzügyi surlódások forrása a bankok és a hitelfelvevők között fellépő aszimmetrikus informáltság, ami hatással van a hitelezés költségeire, ezáltal a hitelkihelyezésekre. A nemkonvencionális eszközök válságos időszakban – különösen a pénzügyi szektort ért megrázkódtatások esetén – lehetnek eredményesek, mert ebben az esetben a pénzügyi közvetítés költségei emelkednek, a hitelfelárat megugranak. A jegybankmérleg méretének és összetételének hatását vizsgálva a szerzők szerint a tiszta mennyiségi lazítás – banki tartalékok növelése – hatástalan, a pénzügyi közvetítőrendszer zavarai esetén a célzott hitelpiaci beavatkozások eredményesek.

Nemkonvencionális eszközöket tehát csak válságos időszakban érdemes alkalmazni, hiszen a pénzügyi közvetítőrendszer felépülésével párhuzamosan a központi banki beavatkozás nettó nyeresége eltűnik. Fontos kiemelni, hogy a nemkonvencionális eszközök működésének alapját a pénzügyi surlódások képezik, tehát nemcsak a zéró alapkamat (ZLB) időszakában érdemes ilyen eszközöket alkalmazni, azonban ZLB mellett a beavatkozás nettó nyeresége nagyobb.<sup>12</sup>

---

<sup>7</sup> HALDANE et al. 2016.

<sup>8</sup> EGGERTSON – WOODFORD 2003.

<sup>9</sup> GERTLER – KARÁDI 2011.

<sup>10</sup> KREKÓ et al. 2012.

<sup>11</sup> CURDIA – WOODFORD 2010.

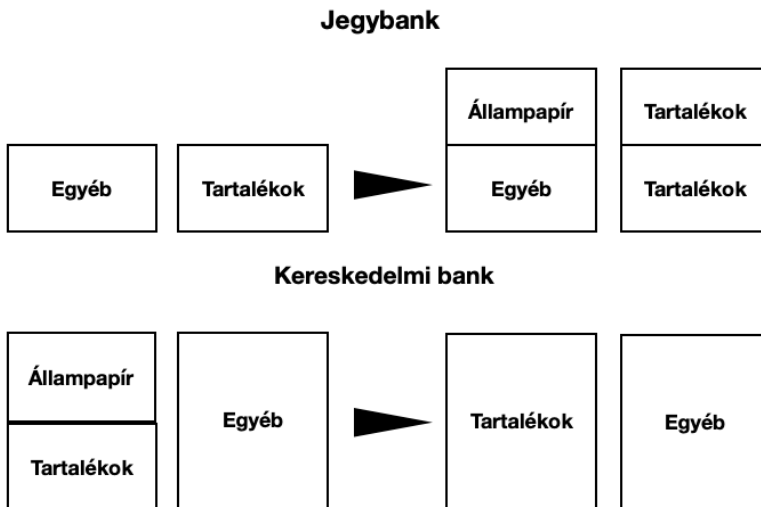
<sup>12</sup> GERTLER – KARÁDI 2011; CURDIA – WOODFORD 2010.

## A nemkonvencionális eszközök megjelenése: eszközvásárlások

Az eszközvásárlások során a jegybankok jellemzően hosszú lejáratú állampapírokat, vagy egyéb hosszú lejáratú pénzügyi eszközöket (jelzáloggal fedezett értékpapírok, vállalati kötvények) vásárolnak előre bejelentett módon, előre bejelentett, jelentős mennyiségben a magánszektor szereplőitől.<sup>13</sup> Az eszközvásárlások, attól függően, hogy mely pénzügyi eszközöket érintik, az adott hitelpiacra történő, célzott beavatkozást jelentik, melynek célja a pénzügyi sűrűlódások és kockázati felárak mérséklése.

### *Eszközvásárlások, azon belül állampapír-vásárlások*

Az állampapír-vásárlások az állampapírpiacon történő célzott beavatkozást jelentik, elsődleges céljuk a hosszú távú hozamok mérséklése. Emellett a jegybank államkötvények iránti kereslete növelte az állampapírpiacon likviditását, csökkentette a likviditási kockázati felárakat, valamint csökkentette az állampapírpiacon esetleges befagyásának vagy a piaci zavarok bekövetkezésének valószínűségét.<sup>14</sup> Az állampapír-vásárlások csökkentették a hosszú hozamokat, növelték a magánszektor likviditását, mérsékeltek az államadósság refinanszírozási költségeit.

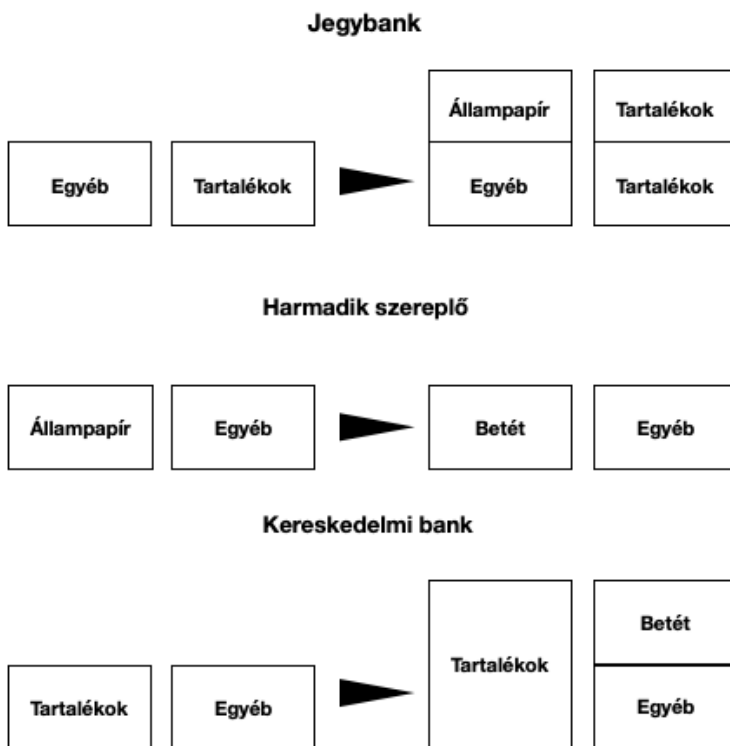


**1. ábra: Eszközvásárlások hatása a mérlegekre I.**  
(MCLEAY et al. 2014 alapján saját szerkesztés.)

<sup>13</sup> FELCSER – LEHMAN – VONNÁK 2017.

<sup>14</sup> FELCSER – LEHMAN – VONNÁK 2017.

Amennyiben a jegybank a kereskedelmi bankok saját portfóliójából vásárol hosszú lejáratú állampapírokat a kereskedelmi bankok esetén egy egyszerű eszközoldali transzformáció lesz az eredmény. A jegybank mérlege a vásárolt kötvények értékével növekszik: eszközoldalon az állampapírok, forrásoldalon a kereskedelmi banki tartalékok nőnek (1. ábra). Tehát a gazdaságban csak a szűken értelmezett pénzmennyiség, a monetáris bázis (jegybankpénz) fog nőni, melynek semmilyen hatása nem lesz a gazdaságban forgó pénzmennyiségre, az M2-re. A QE keretében történő jegybanki állampapír vásárlás során megnövekedett jegybankpénz állomány a bankszektor számára adottság. A jegybankpénz nem tekinthető hagyományos értelemben vett kihitelezhető forrásnak, hanem a bankok számára rendelkezésre álló olyan eszköz, amely a hitelnyújtáshoz kapcsolódó tranzakciós igények lebonyolítását, valamint a likviditásbiztosítást segíti.<sup>15</sup>



**2. ábra: Eszközvásárlások hatása a mérlegekre II.**  
(MCLEAY et al. 2014 alapján saját szerkesztés.)

<sup>15</sup> ÁBEL – LEHMANN – TAPASZI 2016.

Azonban a QE során a kereskedelmi bankok jellemzően számlavezető szerepet játszottak.<sup>16</sup> A jegybank mennyiségi lazítás keretében olyan gazdasági szereplőtől vásárol, amely nem vezet számlát a jegybanknál, tehát a kereskedelmi bank mint közvetítő fog belépni a tranzakcióba. Jegybanki állampapírvásárlás esetén a jegybank mérlege az eszközvásárlás mértékével nőni fog. A jegybank, a közvetítő szerepet játszó, kereskedelmi bank jegybanki tartalékának növelésével finanszírozza a kötvényvásárlást, azaz jegybankpénz jön létre. A kereskedelmi bankok mérlege is növekedni fog, eszközoldalán a jegybanki tartalék, forrásoldalán a harmadik szereplő kereskedelmi banknál lévő betétének összegével. A harmadik szereplő mérlegének nagysága változatlan lesz, csupán egy eszközoldali transzformáció megy végbe (2. ábra). Az állampapírok állománya csökken, a kereskedelmi banknál elhelyezett betétek nőnek. A folyamat eredményeképpen nemcsak a monetáris bázis, hanem a pénzkínálat (M2) is növekedni fog.

Nem bankoktól történő jegybanki eszközvásárlások során a bankszektorban egyszerre keletkezik új jegybanknál elhelyezett tartalék, valamint új betétállomány. Eszközvásárlásokkal a jegybank nagy mennyiségű pénzt teremt, ezzel javítva a pénzügyi szektor likviditását. A megnövekedett likviditás, valamint a hitelezési költségek csökkenése a hitelezés kiterjesztésére ösztönözheti a bankokat, vagy (legalább) meggátolhatja a bankok kevésbé likvid eszközeinek likvidálását. Azonban a válságos időszakban a bankok inkább a mérlegük leépítésére fókuszálnak, tehát megjelenik egyfajta hitelkínálati korlát. A hitelkiterjesztés esetleges mérete és erőssége a bankok tőkemegfelelésétől, a hitelkereslettől, az általános gazdasági konjunktúris viszonyoktól, likviditási helyzetétől, valamint a jegybank monetáris politikájától függ.<sup>17</sup>

### *Eszközvásárlások kiterjesztése*

A jegybank az eszközvásárlások során új jegybanki tartalékot teremt. A kereskedelmi bankok jegybanki tartalékainak hitelkockázata és átlagideje zérus, miközben a magánszekortól vásárolt eszközök hitelkockázata és kamatkockázata magasabb.<sup>18</sup> Tehát az eszközvásárlásokkal a kockázatok a jegybank mérlegébe kerülnek át. Állampapírvásárlások esetén a jegybanki kockázatátvállalás minimális, azonban számos fejlett jegybank tovább merészkedett a hitelkockázati spektrum mentén, az úgynevezett credit easing-gel (3. ábra). Közvetlen hitelpiaci beavatkozást célzó kibővített eszközvásárlásokra ott van lehetőség, ahol a gazdaság fejlett értékpapírpiaccal rendelkezik, amelyen keresztül jelentős az értékpapír alapú finanszírozás, a vállalatok nagy számban finanszírozzák tevékenységüket kötvényekkel, váltókkal.<sup>19</sup>

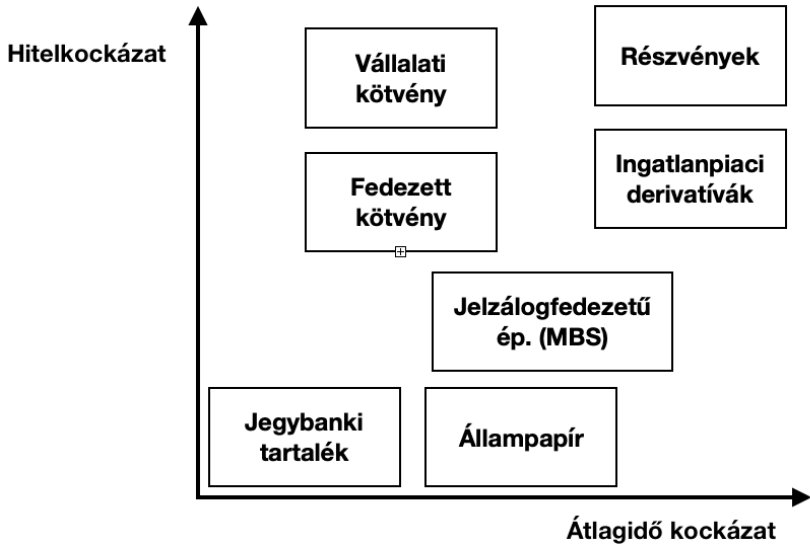
---

<sup>16</sup> JOYCE et al. 2011.

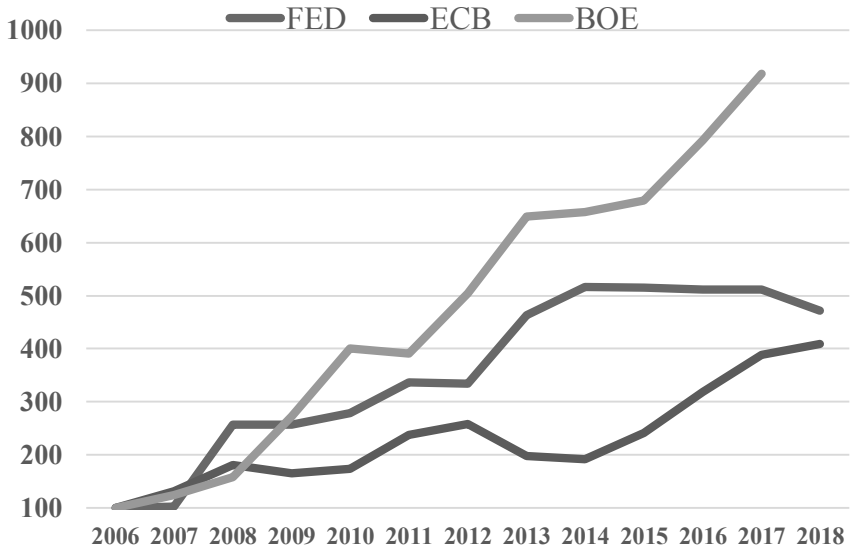
<sup>17</sup> JOYCE et al. 2011; ÁBEL – LEHMANN – TAPASZI 2016.

<sup>18</sup> HALDANE et al. 2016.

<sup>19</sup> KREKÓ et al. 2012.



3. ábra: Kockázati spektrum  
(HALDANE et al. 2016 alapján saját szerkesztés.)



4. ábra: Jegybankok mérlegfőösszegének alakulása, 2006=100% (2006-2018)  
(Jegybanki statisztikák alapján saját szerkesztés.)

## *A jegybanki mérlegek alakulása*

A válság és annak utóhatásainak kezelésére alkalmazott nemkonvencionális eszközök, azon belül is a nagy mennyiségű eszközvásárlások hatására a fejlett jegybankok mérlegfőösszege, időben eltérő lefutással, jelentős mértékben megnövekedett (4. ábra). A válság előtti időszakhoz képest a FED mérlegbővülése már a válság akut szakaszában jelentős volt, majd folyamatosan meghaladta az ECB ezen értékét. Az ábrán látható az ECB 2015. évben bevezetett első nagy mennyiségű eszközvásárlásának mérlegbővülést okozó hatása. Ebben az időszakban a FED mérlege stagnált. Az angol jegybank mérlegbővülése önmagához képest a legjelentősebb. A FED mérlegfőösszegének növekedése elérte a 470%-t, az ECB mérlegnövekedése a 400%-t.

## **Az eszközvásárlások transzmissziója**

Az eszközvásárlások hatása leginkább a hosszú lejáratú hozamok csökkenésében testesül meg, azonban a hozamok, illetve a kamatok alacsonyabb szintre terelése, ezáltal az eszközárak emelkedése végeredményben a gazdaság felépülését segíti elő. A mennyiség lazítás tekintetében három fő transzmissziós csatornát emelhetünk ki, melyek működése és hatása eltér a hagyományos monetáris politika transzmissziós mechanizmusától.

### *Signaling csatorna (monetáris politikai jelzés csatorna)*

A signaling – másnéven monetáris politikai jelzés – csatorna mentén a várakozások kerülnek előtérbe, ahogyan a konvencionális monetáris politika transzmissziós mechanizmusában a várakozási csatorna esetében, azzal a különbséggel, hogy a nemhagyományos keretben a jegybanki intervenciók és kommunikáció is túlmutat a hagyományos kereten.<sup>20</sup>

Likviditási csapda helyzet esetén, amikor a nominális kamatláb eléri a zero alsó korlátját a jövőbeli, várható jegybanki viselkedésre vonatkozó jelzések hatásosak lehetnek.<sup>21</sup> Nagy mennyiségű eszközvásárlás bejelentése információval szolgál a magánszektorban a jegybank jövőbeli elköteleződésével kapcsolatban a laza monetáris kondíciók iránt. Megakadályozza az inflációs várakozások cél alá süllyedését. A signaling csatornán keresztül a befektetők úgy értelmezik az eszközvásárlási programokat, hogy azok alacsonyabb jövőbeli rövid távú kamatlábat eredményeznek, ezáltal a hosszú távú kamatlábak várakozási összetevő csökken.<sup>22</sup>

---

<sup>20</sup> JANUS 2015.

<sup>21</sup> BHATTARAI – EGGERTSSON – GAFAROV 2014.

<sup>22</sup> BAUER – NEELY 2014.



A signaling csatorna csak abban az esetben működhet, ha a jegybank hitelessége kellően erős ehhez.<sup>23</sup> A FED által bevezetett első eszközvásárlási program (LSAP1) keretében a piaci hozamokra a signaling csatorna jelentősen hatott.<sup>24</sup>

### *Portfólió-egyensúlyi csatorna*

A portfólió-egyensúlyi csatorna működése mögött a jegybanki eszközök mennyiségi és szerkezeti változása áll. A portfólió-egyensúlyi csatorna működésének leírása már Tobin, illetve Brunner és Meltzer tanulmányaiban is megjelenik. Bemutatták, hogy a jegybank a különböző lejáratú, átlagidejű és likviditású eszközök relatív kínálatának befolyásolásával hogyan befolyásolja más eszközök hozamait a nemtökéletes helyettesítés mentén.<sup>25</sup>

A portfólió-egyensúlyi csatorna elméleti alapja a lejárat preferencia elmélet. Az adott eszközosztályra jellemző átlagos hozam- és kockázati tényezők függnek az adott eszköz relatív piaci kínálatától.<sup>26</sup> Az elmélet szerint a piaci szereplők heterogén csoportokat alkotnak és a piacnak csak bizonyos szegmenseiben (a lejárat mentén, a hozamgörbe bizonyos részén) vállalják befektetési döntéseiket. A szereplők preferenciái a közömbösségi görbéjüktől függ. Ebből következik, hogy a piaci eszközök nem tekinthetők tökéletesen helyettesítőnek, nemcsak az általuk generált eltérő jövedelem, hanem az eltérő lejáratához kapcsolódó tényezők miatt sem.

Az eszközvásárlások alapja az eszközvásárlásokkal célzott eszközcsoportok kockázati prémiumának csökkenése, tehát a portfólió-egyensúlyi csatorna a lejárat prémiumra, illetve a kockázatos eszközök által elvárt kockázati prémiumra van hatással. A hosszú lejáratú eszközök (államkötvény, MBS) vásárlásával a jegybank befolyásolja ezen eszközök relatív kínálatát, ezáltal új kereslet-kínálat egyensúly alakul ki a piacon, ami a magánszektor portfóliójának átrendezéséhez vezet. A nemtökéletes helyettesítés befolyásolja azt, ahogyan a jegybanki eszközvásárlások hatnak a piaci szereplők portfóliódöntéseire. Amikor a jegybank elkezd bizonyos eszközcsoportokat vásárolni, azok piaci elérhetősége csökken, ugyanakkor a gazdasági szereplők újraegyensúlyozzák portfóliójukat, azért, hogy az általuk preferált piaci szegmensben maradjanak. Ezáltal nemcsak a jegybank által vásárolt hosszú lejáratú állampapírok, hanem az eszközvásárlások spill over hatásaként a helyettesítő eszközök ára is emelkedni fog (vállalati kötvények, részvények).<sup>27</sup>

---

<sup>23</sup> JANUS 2015.

<sup>24</sup> BAUER – RUDEBUSCH 2013.

<sup>25</sup> JOYCE et al. 2012.

<sup>26</sup> JANUS 2015.

<sup>27</sup> GAGNON et al. 2011; JANUS 2015; FELCSER – LEHMAN – VONNÁK 2017.

Az emelkedő eszközárak a vagyonhatáson keresztül támogatják a magánszektor fogyasztási és beruházási hajlandóságát. Emellett a folyamat eredményeként a hozamok csökkenésén keresztül csökkennek a hitelkamatok és a beruházások olcsóbban valósulhatnak meg, ami a növekedés élénkülését segíti.

### *Likviditási csatorna*

A likviditási csatorna lényege, hogy a piaci likviditás sérülése esetén, a jegybank eszközvásárlása a piacok megfelelő működését biztosíthatja a likviditási zavarok csökkentése által. A jegybankok eszközvásárlása a jegybanki tartalékok növekedésében jelenik meg. A banki tartalékok likvidebb eszközök, mint a hosszú lejáratú állampapírok, a folyamat eredményeként nő a befektetők portfóliójában a likvid eszközök aránya, tehát a jegybank likviditást juttat a gazdaságba. Az intézkedés javítja a piaci működés feltételeit, másrészt növeli a keresletet a kevésbé likvid eszközök iránt, ezáltal csökken a likviditási zavarokból származó prémium.<sup>28</sup>

A likviditási csatorna jelentőségét a válság akut, kezdeti szakaszára teszi, amikor erős piaci zavarok, jelentős likviditási problémák jelentkeztek a piacokon.<sup>29</sup> Bizonyos eszközök likviditási hiánya kihatott ezen eszközök árára, azonban a QE folyamatos keresletet támasztott a hosszú lejáratú eszközök iránt, ezáltal a befektetők számára is lehetővé vált a hosszabb pozíciók felvétele. A QE csökkentette az eszközök likviditási kockázatát a piaci likviditás helyreállításával. A központi banki vásárlások olcsóbbá teszik a befektetők számára eszközeik eladását, azonban a csatorna hatása addig tart, amíg a jegybanki vásárlások fennállnak.<sup>30</sup> Állampapír-piaci turbulencia esetén az állampapírpiacra megjelenő folyamatos jegybanki kereslet mérsékli az állampapírok likviditási és túlzott kockázati felárait.

### *Egyéb csatornák*

#### Bizalmi csatorna

Az eszközvásárlások akár szélesebb bizalmi hatással lehetnek a gazdaságra, mint a magasabb eszközárak. A jegybank erőteljes elköteleződése a további lazítás mellett az általános piaci bizalmat növelheti. A pozitív jövőbeli várakozások növelik a magánszektor fogyasztási hajlandóságát, valamint a bizalom visszahat az eszközárak növekedésére a kockázati prémiumok mérséklésén keresztül.

---

<sup>28</sup> FELCSER – LEHMAN – VONNÁK 2017.

<sup>29</sup> GAGNON et al. 2011.

<sup>30</sup> JOYCE et al. 2011.

## Banki finanszírozási csatorna

Eszközvásárlásokkal a jegybank nagy mennyiségű pénzt teremt, ezzel javítva a pénzügyi szektor likviditását.<sup>31</sup> A megnövekedett likviditás, valamint a forrásköltségek csökkenése a hitelezés kiterjesztésére ösztönözheti a bankokat, vagy mérsékelheti a bankok kevésbé likvid eszközeinek likvidálását. Azonban a válságos időszakban a bankok mérleglépítése miatt a QE hatása ezen a csatornán alacsony lehet.<sup>32</sup> Előfordulhat, hogy a bankok a többletlikviditást nem a reálgazdasági hitelezés kiterjesztésére, hanem más eszközcsoportok vásárlására fordítják egyfajta óvatossági motívumként.

## Bejelentési hatás

A bejelentési hatás alapját a QE-intézkedésekhez kapcsolódó monetáris politikai bejelentések, közlemények képezik, illetve az ezeket követő piaci reakciók, ami által a gazdasági szereplők felkészülnek az új gazdasági környezetre. A bejelentési hatás a jegybanki kommunikáción alapul, tehát a hatás mértéke és iránya nagyban függ a jegybank hitelességétől.<sup>33</sup>

A FED eszközvásárlásokhoz kapcsolódó jegybanki bejelentések oldották a piaci feszültségeket, majd a tényleges eszközvásárlások további hozamcsökkenésekhez vezettek. A FED eszközvásárlások bejelentései szignifikáns hatással voltak az amerikai- és a külföldi országok állampapírhozamaira, valamint a devizaárfolyamra.<sup>34</sup> A QE bejelentések hatására a 2 és 10 éves lejáratú állampapír hozamok, a jelzálogfedezetű értékpapírok (MBS) hozamai, a 10 éves swap hozamok, illetve a Baa minősítésű vállalati kötvény hozamok is mérséklődtek.<sup>35</sup> Hasonló eredmények szerint a QE bejelentések, Bernanke FED elnök beszéde és a FOMC nyilatkozatok a hozamgörbe összes lejáratára hatással voltak (leginkább a 10 évesre).<sup>36</sup>

## **A fejlett országok jegybankjainak mennyiségi lazítása, illetve egyes pénzügyi és reálgazdasági hatásai**

### *ECB*

Az egyéb likviditást nyújtó intézkedések mellett az ECB 2009 nyarán jelentette be átfogó fedezett kötvények vásárlását célzó programját (CBPP1). A fedezett kötvényvásárlás<sup>37</sup> célja a fedezett kötvénypiac zavarainak enyhítése, felárak mérséklése, a likviditás fokozása volt. Hatására a felárak csökkentek, megnövekedett a kibocsátás, a piaci likviditás megközelítette a válság előtti

---

<sup>31</sup> ÁBEL – LEHMANN – TAPASZI 2016.

<sup>32</sup> JOYCE et al. 2011.

<sup>33</sup> CZECZELI 2016.

<sup>34</sup> NEELY 2010.

<sup>35</sup> GAGNON et al. 2011.

<sup>36</sup> KRISHMANURTY – VISSING-JORGENSEN 2011.

<sup>37</sup> Minimum BBB-minősítésű fedezett kötvények (ABS) vásárlását jelentette.

szintet.<sup>38</sup> Az ECB eszközfedezetű kötvényvásárlási programja sikeres volt, a fedezett eszközök átlagos hozamcsökkenése 12 bázispont körülire tehető, emellett minden lejáraton élénkült a piaci aktivitás.

Az ECB 2010 májusában jelentette be az Értékpapír-piaci Programját (SMP), azt követően, hogy az eurozóna perifériaországai<sup>39</sup> a hosszabb állampapírok felárai<sup>40</sup> jelentősen – 10 éves lejáraton megközelítőleg másfélszeresére – növekedtek. Az SMP keretén belül az ECB 218 milliárd euró értékben vásárolt hosszú lejáratú állampapírokat. Az SMP program likviditásbővítő hatásának nagy részét az ECB egyhetes betéti tenderekkel sterilizálta. Az SMP rövid távon sikeresnek mondható, az eurozóna sérülékeny gazdaságaiban a hosszú távú állampapír-piaci hozamok csökkentek.<sup>41</sup>

Az ECB 2015 elején indította el az eddigi legnagyobb eszközvásárlási programját az APP-t (expanded asset purchase programme). Az APP négy nagyobb egységre tagolódik a célzott hitelpiac függvényében. Az ABSPP a fedezett értékpapírok (ABS), a CSPP a vállalati kötvények, a CBPP3 a fedezett kötvények, a PSPP az eurozóna állampapírjainak piacára irányul. A programok keretében az ECB értékpapír vásárlásának értéke kezdetben havonta 60 milliárd eurót (2015. március – 2016. március), majd havonta 80 milliárd eurót tett ki (2016. április – 2017. március). 2017 áprilisától azonban az eszközvásárlások havi értéke 60 milliárd euróra, majd 30 milliárd euróra (2018. január – 2018. szeptember), utána 15 milliárd euróra csökkent (2018. október – 2018. december). Az eszközvásárlások eloszlása megegyezett az egyes nemzeti jegybankok ECB tőkerészesedésével, amely az egyes országok GDP-jének és népességének alapján meghatározott.

Az ECB APP programjának hatására az inflációs várakozások valamennyi lejáraton emelkedtek, azonban megfigyelhető, hogy a hatás erőteljesebb rövid és középtávon. Az egynapos inflációs swap ráták változása 15 bázispontra, hosszabb időtávon megközelítőleg 6 bázispontra tehető.<sup>42</sup> Az ECB által alkalmazott nemkonvencionális eszközök szignifikáns hatással voltak a reálgazdaságra és az inflációs várakozásokra. 10 bázisponttal járultak hozzá a GDP-hez, valamint 0,05 és 0,2 százalékkal az inflációhoz. Emellett a tisztuló banki mérlegek, a javuló hitelezési kondíciók hozzájárultak az eurozóna hitelezési aktivitásának javulásához.<sup>43</sup> Az APP-hoz kapcsolódó bejelentések sokkjai rövid távon szignifikáns hatással voltak, mind a reálgazdasági aktivitásra, mind az inflációra. A portfólió-egyensúlyi csatorna szignifikanciáját a részvényárak emelkedése bizonyítja. Emellett a bankhitelezési csatorna is

---

<sup>38</sup> KREKÓ et al. 2012.

<sup>39</sup> Különösen Portugália, Olaszország, Írország, Görögország, Spanyolország (ún. PIIGS országok) esetében.

<sup>40</sup> A német azonos lejáratú állampapír-piaci hozamokhoz képest számítva.

<sup>41</sup> KREKÓ et al. 2012; GHYSELS et al. 2014.

<sup>42</sup> ALTAVILLA – CARBONI – MOTTO 2015.

<sup>43</sup> BERNOTH et al. 2016.

jelentős szerepet kapott az eurózónában, a hitelpiaci változók erőteljesen reagáltak a monetáris sokkokra.<sup>44</sup>

### *BoE*

A BoE célja a nemkonvencionális eszközökkel az inflációs cél elérése, amelyet a jegybank állampapírvásárlásokon keresztül a pénzmennyiség növelésével kívánt elérni.<sup>45</sup> Az első nagy QE program során (2009. november) a BoE kb. 200 milliárd font értékben vásárolt 5–25 éves állampapírokat (gilts). Ez az érték akkor a fennálló állomány 30%-át, a GDP 14%-át jelentette, ezáltal a BoE mérlege a GDP arányában a válság előtti időszakhoz képest megháromszorozódott.<sup>46</sup> A BoE főként intézményi befektetőktől (pl. nyugdíjalapoktól) vásárolt. A BoE QE programja 2012-ben folytatódott, akkor már az eszközvásárlások kumulált értéke elérte a 375 milliárd fontot. 2016 augusztusában újabb eszközvásárlási programot jelentett be a BoE, így az összes állomány értéke elérte a 435 milliárd fontot.<sup>47</sup>

Az állampapírok mellett az angol jegybank vállalati rövid lejáratú kötvényeket (commercial paper), vállalati kötvényeket (corporate bond), eszközfedezetű vállalati rövid lejáratú kötvényeket, valamint eszközfedezetű értékpapírokat (ABS) vásárolt, az adott célpiac támogatása érdekében. A BoE 2016 augusztusában jelentette be a vállalati kötvények vásárlását célzó új programját (Corporate Bond Purchase Scheme, CBPS), melyet az angol jegybank a tartalékok növelésével finanszírozott.<sup>48</sup> A program célja a vállalati kötvény hozamok csökkentésén keresztül az új kibocsátások élénkítése, a vállalatok forrásköltségeinek csökkentése, valamint a portfólió-egyensúlyi csatorna működését kihasználva más eszközök keresletének növelése.

A hosszú lejáratú államkötvények hozamainak csökkenése, valamint a hozamprémiumok mérséklődése jelentős hatással volt a kibocsátásra és az inflációra. Az Egyesült Királyság esetében 2009-ben a BoE mennyiségi lazítási programja nélkül az éves infláció -4%-ra esett volna, a lazítási programmal az éves infláció 1,9% volt, valamint a kibocsátás csökkenése elérte volna a 12%-ot<sup>49</sup>. A BoE első nagy mennyiségi lazítási programja (QE1) megközelítőleg 10 bázisponttal csökkentette a 10 éves államkötvények hozamát.<sup>50</sup> A mennyiségi lazítások bejelentése 0,25%-al járult hozzá a GDP növekedéshez, valamint 0,32%-al az inflációhoz. Valamint Nagy-Britannia esetében a befektetők

---

<sup>44</sup> GAMBETTI – MUSSO 2017.

<sup>45</sup> JOYCE et al. 2011.

<sup>46</sup> KREKÓ et al. 2012.

<sup>47</sup> HALDANE et al. 2016.

<sup>48</sup> <https://www.bankofengland.co.uk/markets/quantitative-easing-and-the-asset-purchase-facility> (Letöltés: 2018.11.13.)

<sup>49</sup> CHUNG et al. 2012.

<sup>50</sup> JOYCE et al. 2011.

magasabb kockázatvállalási hajlandósága, valamint kiemelt szerepet kapott a lakosság bizonytalanságának csökkentése.<sup>51</sup>

## FED

A pénzügyi válság és annak utóhatásai kezelésében a FED a pénzügyi rendszer zavarait és a gazdasági visszaesést a hagyományos eszközök mellett széles körű nemkonvencionális eszközökkel próbálta enyhíteni. A FED a Lehman-csőd előtt vezette be a TAF (Term Auction Facility) programot (fedezet elleni hitelezés), melynek célja a jelzálogpiaci zavarok kezelése volt. A FED a program keretében a szereplők likviditását azzal segítette, hogy a mérlegükben fedezetként szereplő eszközfedezetű értékpapírjaikat (ABS) likvidebb állampapírokra cserélte. A TALF program – 200 milliárd dolláros keretösszeggel – (2008. november) célja tovább támogatni az eszközfedezetű értékpapírok (ABS) további kibocsátását. A vásárlás keretében az összeg az ABS-t kibocsátókhöz került, tehát a jegybank fedezetként fogadta el további hitelkihelyezések érdekében.<sup>52</sup>

A FED nagy eszközvásárlási programja (Large Scale Asset Purchase Programme, LSAP1), 2009. márciustól 2010. márciusig tartott. A program keretében 300 milliárd dollárnyi hosszú lejáratú állampapírt vásárolt az amerikai jegybank a hozamgörbe menedzselése és a piaci likviditás fenntartása céljából. A LSAP1 emellett célzott hitelpiaci beavatkozást is tartalmazott a jelzálogfedezetű értékpapírok piacára, a jegybank 1025 milliárd dollár értékben vásárolt jelzálog fedezetű értékpapírt (MBS), valamint 200 milliárd dollár értékben agency debt-eket. A második nagy eszközvásárlási program (LSAP2; QE2) keretében a FED 600 milliárd dollár értékben vásárolt hosszú lejáratú állampapírokat. A QE programok mellett a FED a MEP (maturity extension program) keretében, 2011. szeptember és 2012. december között, 667 milliárd dollár értékben cserélt rövidebb lejáratú állampapírokat hosszabb lejáratúra, ezáltal is mérsékelve a hosszú lejáratú hozamokat, likviditást nyújtva a gazdaságnak. Az LSAP3 (QE3) keretében a FED MBS vásárlásának értéke 2012 szeptemberétől havi 40 milliárd dollárt tett ki, a MEP kifutása után ezt kiegészítették havi 45 milliárd dollár hosszú távú állampapír vásárlással, majd fokozatosan csökkentve 2014 októberében kiveztették az eszközt.

A FED első nagy eszközvásárlási programjának (QE1) a 10 éves állampapírokra vonatkozó hozamcsökkentő hatását a legtöbb eddigi elemzés 30 és 100 bázispont közé teszi, miközben a további programok (QE2, QE3) hatása alacsonyabb volt. Emellett a FED MEP programja 20–40 bázisponttal csökkentette a 10 éves állampapír-piaci hozamokat. Az MBS piacot célzó eszközvásárlások hozamcsökkentő hatását átlagosan 135 bázispontra teszik, a 30 éves lejáratú MBS-ek esetén megközelítőleg 100, 10 éves lejáraton pedig 38 bázispontra.

---

<sup>51</sup> WEALE – WIELADEK 2015.

<sup>52</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm> (Letöltés: 2018.11.12.)

Az eddigi empirikus elemzések szerint a FED QE hatására 0,9–3,5%-al növekedett a GDP. A hosszú lejáratú államkötvények hozamainak csökkenése, valamint a hozamprémiumok mérséklődése jelentős hatással volt a kibocsátásra és az inflációra. A jegybanki intervenció nélkül az USA-ban a egészen 2009 3. negyedévéig tartott volna a deflációs időszak, valamint a QE1 GDP növelő hatását 2%p-ra, a QE2-ét 1%p-ra teszik.<sup>53</sup> A FED QE1 programjának hatására 3,5%-al növekedett a GDP, valamint 4 százalékponttal az infláció.<sup>54</sup> A mennyiségi lazítási programok bejelentése 0,58%-al járult hozzá a GDP növekedéshez, valamint 0,62%-al az inflációhoz. Emellett az USA esetében a portfólió-egyensúlyi csatornának és a háztartások várakozásainak javulása kiemelt szerep jutott.<sup>55</sup>

## Összegzés

A globális pénzügyi válság alapjaiban rengette meg a fejlett országok pénzügyi rendszereit is. A válság hatására számos országban sérült a monetáris politika hatékonysága. A hagyományos jegybanki eszközök többé már nem voltak képesek támogatni a monetáris politikai célok elérését. Az általam vizsgált fejlett országok jegybankjai – FED, ECB, BoE – egyaránt a nemkonvencionális eszközök bevezetésében látták a kiutat.

Az eszközvásárlások pénzpiaci és reálgazdasági hatása leginkább a hosszú lejáratú hozamok csökkenésében testesül meg. A mennyiségi lazítás transzmissziós mechanizmusának működése és hatása eltér a hagyományos eszközökétől. Az eszközvásárlások hatékonyságában kiemelt szerep jutott a monetáris politikai jelzés (signaling) csatornának, melynek alapja a várakozások terelése által a rövid távú piaci hozamokra hatás. A monetáris politikai jelzés csatorna esetében ki kell emelni a jegybanki hitelesség kérdését. A portfólió-egyensúlyi csatorna mentén az eszközvásárlások áttételesen a kockázatos eszközök által elvárt kockázati prémiumra vannak hatással. A szakirodalom a likviditási csatorna jelentőségét a válság akut szakaszára teszi, ezen a csatornán keresztül a jegybanki kereslet felépülése az adott piacon csökkenti a likviditási zavarokból adódó kockázati prémiumot. Fontos kiemelni az egyéb csatornák közül a banki finanszírozási csatornát, amelyen keresztül a jegybanki eszközvásárlások ösztönözhetik a bankokat a hitelkiterjesztésre, azonban válságos időszakban e csatorna hatása mérsékelt lehet. A nemkonvencionális eszközök transzmissziója a jegybankok által vásárolt eszközök típusaitól, mennyiségétől, a pénzügyi piac és a gazdaság struktúrájától függően eltérő lehet.

Az eddigi empirikus tanulmányokat összegezve megállapítható, hogy az állampapírpiacon célzó jegybanki eszközvásárlások érdemben csökkentették a hosszú távú hozamokat, ezáltal stabilizálva az állampapír-piac működését,

---

<sup>53</sup> CHUNG et al. 2012.

<sup>54</sup> GERTLER – KARÁDI 2011.

<sup>55</sup> WEALE – WIELADEK 2015.

emellett számos más eszközre is hatott tovagyrúzó hatás eredményeképp, valamint a célzott hitelpiacokra irányuló jegybanki beavatkozások az adott eszközök hozamára jelentős hatással voltak. A tanulmány során bemutatott eddigi elemzések szerint a mennyiségi lazítási programok pozitívan járultak hozzá a növekedéshez, csökkentették a hitelezési visszaesést, valamint gyoorsították az inflációt.

A jegybankok nagy mennyiségű eszközvásárlása azonban számos kihívással szembesül. Az eszközvásárlások hosszú távon ronthatják a piac működését, azáltal, hogy gyakorlatilag helyettesítik a piacot. Felmerülhet az államadósság monetáris finanszírozásának problémája, főként az európai országok esetén. A nemkonvencionális eszközök túlzott kockázatvállalást eredményezhetnek, ezáltal a fejlődő országok sérülékeny piacai az esetleges tőke kivonás esetén fokozott stressznek lesznek kitéve. A nemkonvencionális eszközök visszavonása a globális befektetési hajlam romlását, valamint eladási hullámot eredményezhet. Emellett kérdés, hogy a négy-ötszörösére duzzadt jegybanki mérlegek leépítése hogyan fog végbemenni, és ez milyen hatással lesz a pénz- és tőkepiacokra.

## Irodalom

- ALTAVILLA – CARBONI – MOTTO 2015 = Altavilla, C. – Carboni, G. – Motto, R.: Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area. *ECB Working Paper*, 1864.; <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1864.en.pdf> (Letöltés: 2018.10.19.)
- ÁBEL – LEHMANN – TAPASZI 2016 = Ábel, I. – Lehmann, K. – Tapaszi, A.: A pénz és a bankok ellentmondásos kezelése a makroökonómiában. *Hitelintézeti Szemle* 15:2 (2016) 33–58.
- BAUER – NEELY 2014 = Bauer, M. – Neely, C.: International channels of the Fed's unconventional monetary policy. *Journal of International Money and Finance* 44:6 (2014) 24–46.
- BAUER – RUDEBUSCH 2013 = Bauer, M. – Rudebusch, G.: The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series – Working Paper* 21 (2011).
- BERNOTH et al. 2016 = Bernoth, K. – Hachula, M. – Piffer, M. – Rieth, M.: *Effectiveness of the ECB Programme of Asset Purchases: Where Do We Stand?* [DIW Berlin – Politikberatung kompakt 113.] Berlin 2016.
- BHATTARAI – EGGERTSSON – GAFAROV 2014 = Bhattarai, S. – Eggertsson, G. – Gafarov, B.: Time Consistency and the Duration of Government Debt: a signalling Theory of Quantitative easing. *Bank of England Working Paper* 134 (2014).



- CHUNG et al. 2012 = Chung, H. – Laforte, J. – Reifschneider, D. – Williams, J.: Have we underestimated the likelihood and severity of zero lower bound events? *Journal of Money, Credit and Banking* 44:1 (2012) 47–82.
- CURDIA – WOODFORD 2010 = Curdia, V. – Woodford, M.: Conventional and unconventional monetary policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper* 92:4 (2010) 229–264.
- CZECZELI 2016 = Czeczeli V.: A Federal Reserve mennyiségi lazításának egyes makrogazdasági hatásai. *Pénzügyi szemle* 4 (2016) 471–492.
- EGGERTSON – WOODFORD 2003 = Eggertson, G. B. – Woodford, M.: Optimal Monetary Policy in a Liquidity trap. *NBER Working Papers* 9968 (2003).
- FELCSER – LEHMAN – VONNÁK 2017 = Felcser D. – Lehman K. – Vonnák B.: A monetáris politika működése – transzmisszió a válság előtt és után. In: Vonnák B. (szerk.): *Modern Jegybanki Gyakorlat*. Budapest 2017, 34–65.
- GAGNON et al. 2011 = Gagnon, J. – Raskin, M. – Remache, J. – Sack, B.: The financial market effects of the federal reserve’s Large-scale asset purchases. *International Journal of Central Banking* March (2011).
- GAMBETTI – MUSSO 2017 = Gambetti, L. – Musso, A.: The macroeconomic impact of the ECB’s expanded asset purchase programme (APP). *ECB Working Paper* 2075 (2017); <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp.2075.en.pdf?b4cbbd6fdbec00f78c66a83b422de6e7> (Letöltés: 2018.10.19.)
- GERTLER – KARÁDI 2011 = Gertler, M. – Karádi, P.: A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 58 (2011) 17–34.
- GHYSELS et al. 2014 = Ghysels, E. – Idier, J. – Manganelli, S. – Vergote, O.: A High Frequency Assessment of The ECB Securities Markets Programme. *ECB Working Paper* 1642 (2014); [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.TheCrisis\\_TenYearsAfter.en.pdf?59e6ca663388b143e5ad153e1b1250c2](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.TheCrisis_TenYearsAfter.en.pdf?59e6ca663388b143e5ad153e1b1250c2) (Letöltés: 2018.10.19.)
- HALDANE et al. 2016 = Haldane, A –Roberts-Sklar, M. – Wieladek, T. – Young, C. (2016): QE: The Story so Far. Bank of England, *Staff Working Paper* 624 (2016).
- JANUS 2015 = Janus, J.: The Transmission Mechanism of Unconventional Monetary Policy. *Oeconomica Copernica* 7:1 (2015) 7–21.
- JOYCE et al. 2011 = Joyce, M. – Stevens, I. – Lasaosa, A. – Tong, M.: The financial market Impact of Quantitative easing in the united kingdom. *Bank of England Working Paper* 121 (2011).

- JOYCE et al. 2012 = Joyce, M. – Miles, D. – Scott, A. – Vayanos, D.: Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – an Introduction. *The Economic Journal* 122 (2012) 271–288.
- KREKÓ et al. 2012 = Krekó J. – Balogh C. – Mátrai R. – Lehmann K. – Vonnák B. – Pulai G.: *Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei.* [MNB-Tanulmányok 100.] Budapest 2012.
- KRISHNAMURTHY – VISSING-JORGENSEN 2011 = Krishnamurthy, A. – Vissing-Jorgensen, A.: The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy. *NBER Working Paper* 17555 (2011).
- MCLEAY – RADIA – THOMAS 2014 = McLeay, M. – Radia, A. – Thomas, R.: Money creation in the modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin* Q1 (2014).
- NEELY 2010 = Neely, C.: Unconventional Monetary Policy Had Large International Effects. *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper* 018 (2010).; <http://research.stlouisfed.org/wp/2010/2010-018.pdf> (Letöltés: 2018.10.19.)
- POLGÁR – NOVÁK 2012 = Polgár É. K. – Novák Zs.: *A monetáris politika elméleti és gyakorlati alapjai.* Budapest 2012.
- WEALE – WIELADEK 2015 = Weale, M. – Wieladek, T.: What are the macroeconomic effects of asset purchases? *VOX CEPR's Policy Paper* 345 (2015).

### **Internetes források**

- <https://www.bankofengland.co.uk/markets/quantitative-easing-and-the-asset-purchase-facility> (Letöltés: 2018.11.13.)
- <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm> (Letöltés: 2018.11.12.)

## **Transmission mechanism of unconventional monetary policy and some financial market and macroeconomic effects of quantitative easing**

MÁTÉ CSIKI

As a result of the financial turbulence and the economic downturn following the global financial crisis of 2008–2009, the traditional monetary policy instruments were unable to help achieve monetary policy goals. In response, many central banks have adopted different types of unconventional instruments. The transmission mechanism of unconventional monetary policy – as central bank decisions affect output and inflation – differs from the theoretical framework of conventional monetary policy. In my study, I present the unconventional instruments used by the central banks of developed countries – FED, ECB, BoE – in recent years, and their effects on the financial market and the real economy, using theoretical models and some empirical evidence. According to the main findings of the empirical studies, the unconventional policy of the central banks significantly reduced long-term yields, stabilized the financial market. In addition, asset purchase programs of leading central banks had a significant real economic impact.