

GÁBOR TAMÁS¹

Az Európai Központi Bank kommunikációja és annak hatása a piacokra

Napjainkra a monetáris politika egyik legfontosabb eszközévé a kommunikáció vált. A rendszeres és hiteles kommunikációs tevékenység, ugyanis hozzásegíti a központi bankokat ahhoz, hogy a monetáris politika céljait hatékonyabban és könnyebben realizálják, továbbá a rendszeres információ-szolgáltatáson keresztül hitelesebbé és átláthatóbbá (transparency) váljanak. A hatékony kommunikáció elősegíti a piaci szereplők bizonytalanságának a csökkentését, hozzájárul az EKB elsődleges céljának – az árstabilitásnak – a megvalósulásához és végül impliciten serkenti a gazdasági növekedést és a jólétet.

Előadásom első részében az Európai Központi Bank kommunikációs stratégiáját kívánom bemutatni. Ismertetem a banki kommunikáció írott és szóbeli formáit. Majd ezt követően azzal kívánok foglalkozni, hogy az ECB kommunikációja milyen hatást gyakorol a pénzügyi piacokra és a közvéleményre. Érdekes jelenség, hogy az ECB Kormányzó Tanácsának az ülései – különösen a kamat meghatározó ülések – előtt és után, mind a kommunikáció, mind pedig a piac várakozásaira ható tényezők intenzívebbé válnak. Célom, hogy feltárjam azokat a tényezőket, melyek a piac szereplőit, a kommunikációt megelőzően és azt követően korrekcióra készítetik.

Kulcsszavak: Európai Központi Bank (ECB), monetáris politika, kommunikáció, várakozások, pszichológiai hatás

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E43, E44, E52, E58

1. ECB Kommunikációs politikája

Napjainkra a monetáris politika egyik legfontosabb eszközévé a kommunikáció vált. A rendszeres és hiteles kommunikációs tevékenység, ugyanis hozzásegíti a központi bankokat ahhoz, hogy a monetáris politika céljait hatékonyabban és könnyebben realizálják.

Az egyenes és őszinte kommunikáció elengedhetetlen a jegybankok esetében, ugyanis ez teremti meg a lehetőséget az *átláthatóságra* (transparency), *számonkérhetőségre* (accountability) és a *hitelességre* (credibility). Ezzel a három jelzővel lehet leírni egy jó banki kommunikációs politikát. (BIS, 2005)

A nagyobb átláthatóság a monetáris politikában számonkérhetőbbé és hitelesebbé teszi a központi bankokat, továbbá csökkentheti a céljaik körüli bizonytalanságot.

A banki kommunikáció során lényeges, hogy érthető legyen az üzenet. A több információ nem jelent azonban nagyobb transzparenciát. Néha ugyanis az extra információk elterelik a hangsúlyt a lényeges mondani valóról, és bizonytalanságot szülnek. A jó kommunikáció

¹ SZTE GTK Közgazdaságtani Doktori Iskola

érdekében tudni kell, hogy mit és hogyan kíván a bank megosztani a nagyközönségnek. Ehhez szükséges egy jól átgondolt és felépített kommunikációs politika.

Az Európai Központi Bank esetén is nagy szerepet kapott a kezdetek kezdetétől a rendszeres és hiteles kommunikációs politika kialakítása. Már az ECB létrehozása előtt is számos bizottság alakult a célból, hogy létrehozzon egy olyan kommunikációs stratégiát, mellyel az „új” központi bank helyt áll majd ebben a multi-kulturális, soknyelvű Európai Unióban. Ennek eredményeként született meg egy olyan aktív kommunikációs politika, mely egy, másik központi bank esetén sem figyelhető meg. Az ECB a törvényi előírásain túl számtalan információt oszt meg a nagyközönséggel.

A hatékony kommunikációnak és a magas szintű transzparenciának köszönhetően az elmúlt 5 év alatt mindinkább megszilárdult az ECB-be vetett bizalom, mind a pénzügyi piacok, mind pedig a közvélemény részéről. A központi bank így a tudatos és hiteles kommunikációs politikával, sokkal könnyebben valósítja meg az elsődleges célját, nevezetesen az euró-zóna árstabilitását. Az előbb említett hatékonyságon túl, ezzel a gyakorlattal az ECB könnyebben számon kérhetőbb és csökkentheti a bizonytalanságot az árstabilitással és a monetáris politika irányelveivel kapcsolatban.

Az ECB-nek kötelessége minden tevékenységéről jelentést készíteni és negyedévente azt közzé tenni, továbbá minden évben éves jelentést publikálni és heti rendszerességgel pénzügyi kimutatást közölni. Természetesen a felsorolt követelményeken kívül számos más információs csatornát is kihasznál az ECB a piacok és a közvélemény tájékoztatására.

A következőkben az ECB főbb kommunikációs módszereiről számolok be, mellyel megpróbálják a lehető legtöbb célcsoporthoz eljuttatni a központi bank tevékenységéről, politikájáról szóló információkat.

Első és legfontosabb kommunikációs csatorna a *Sajtótájékoztató*, melyet az ECB elnöke és elnökhelyettese tart rendszeres időközönként. A sajtótájékoztatót rendszerint a hónap első Kormányzótanács ülése után tartják, ahol a meghozott döntésekről számolnak be a sajtónak és rajtuk keresztül a nagyközönségnek. A tájékoztató második felében a sajtó munkatársai kérdéseket tehetnek fel, ezáltal lehetőség van a tisztázatlan kérdésekre is választ találni. A sajtótájékoztató teljes anyaga a tájékoztatót követően felkerül az ECB hivatalos honlapjára.

A rendszeres sajtótájékoztatón kívül természetesen az ECB elnöke és/vagy az Igazgatóság tagjai *különleges* helyzetek esetén tarthatnak rendkívüli *sajtókonferenciát*. Verbális tájékoztatás eszközei közé tartozik még az *Európai Parlamenti meghallgatások*, mely során az ECB elnöke a törvényben előírt kötelezettségeinek eleget téve beszámol a bank

működéséről és helyzetéről. Természetesen ezek a beszédek a médián keresztül eljutnak minden érintetthez. Az Igazgatóság tagjai tarthatnak ezen kívül *nyilvános beszédeket*, illetőleg nyilatkozhatnak a médiának. Ezzel a gyakorlattal egy-egy specifikus célcsoport felé juttatják el az információkat. A nyilvános beszédek száma az ezredfordulót követően, az euró bevezetésével kiemelkedően magas volt. Célja, pedig az euró népszerűsítése volt. (ECB, 2001)

Az újságoknak, magazinoknak és egyéb elektronikus médiának adott *riportok* alkalmával lehetőség nyílik az ECB-nek a hétköznapi emberéhez, a közvéleményhez szólni. 2006-ban az Igazgatóság tagjai mintegy 200 beszédet mondtak. (ECB, 2006)

Az előbb említett verbális kommunikációs eszközök mellett lényeges szerepet játszanak az írott kommunikációs csatornák:

Az ECB számos tanulmányt és jelentést ad ki, köztük az *Éves jelentést*, amely az ECB előző évi tevékenységeinek áttekintését adja, és ezzel segít abban, hogy az ECB tevékenységét számon lehessen kérni. A *Havi jelentések (Monthly Bulletins)* az ECB-nek gazdasági és monetáris folyamatok alakulásáról szóló rendszeres, legfrissebb értékelését, valamint a döntéseit megalapozó részletes információkat tartalmazza, míg a *Pénzügyi stabilitási jelentés* felméri az euroövezet pénzügyi rendszerének stabilitását abból a szempontból, hogy hogyan képes kezelni a káros sokkokat. (ECB, 2006)

Mindezeken kívül számos olyan füzetet, brosúrát ad ki az ECB, mellyel egy-egy meghatározott célcsoportot, egy-egy specifikus témában kíván elérni. Ilyen például a „*Working paper*” széria, – magyarul a *Műhelytanulmányok* – és a *Reserch Bulletin*, melyek gazdasági kutatások eredményeiről számolnak be a szakma nyelvén, többnyire az akadémikus, kutatói rétegnek.

Az ECB akadémiai konferenciák szervezése terén is igen aktív, ezzel is hozzájárulva ahhoz, hogy a kutatások eredményeinek megosztásával még hatékonyabban működhessen a monetáris politikája.

2. A központi bankok kommunikációjának a hatás a piacokra

A neoklasszikus közgazdasági modell azt feltételezi a pénzügyi piac szereplőiről, hogy döntéseiket a teljes és torzításmentes informáltság tudatában hozzák meg. Szerintük a piaci résztvevők racionálisan viselkednek és az árak a mindkor ismert információk alapján határozódnak meg. Véleményük szerint a piac viselkedése és ennél fogva a szereplők

racióális magatartása kiszámíthatóvá teszi a piacot, ezért szerintük ez nem is szorul további magyarázatra.

Az elmúlt időszakban azonban a neoklasszikusok hatékony piaci elmélete számos elméleti és tapasztalati cáfolatokkal találta magát szemben. Számptalan anomália alakult ki a raciónális döntési eljárással kapcsolatban, mely szerint a piac szereplői rendelkeznek egy olyan mágikus képességgel, hogy intuitívan megoldják az előttük álló gazdasági problematikákat.

Keynes bevezetett egy metaforát a pénzügyi piacokkal kapcsolatban, mely szerint a piacon „küzdelen zajlik a szépségért”(beauty contest). A metafora implikációja az, hogy a piac megértéséhez nem elegendő ismerni a szereplők várakozásait és hitét, azt is kell tudni, hogy a szereplőknek mi a feltevése arról, hogy a „többi” szereplő mit vár és mit hisz a „holnapról”. (Oberlechner, Hocking, 2002)

Ezek után felteszem a kérdést: Hogyan fogadják be és dolgozzák fel a pénzügyi piac szereplői a központi bankoktól származó híreket és az információkat , és mi alapján döntenek el a szereplők, hogy az információkat hitelesnek vélik-e, és arra alapozzák döntéseiket?

A szakirodalomban, számos tanulmány született ebben a témakörben, melynek célja, hogy a fenti kérdésekre választ próbáljon lelteni. Számptalan olyan eredmény született, miszerint a befektetők a „többiek” viselkedését és döntéseit követik. Ez a fajta magatartás „csordaszellem” néven vonult be a szakirodalomba.

Miután a neoklasszikus felfogás megdőlni látszott, a piaci szereplők vizsgálatánál egyre nagyobb hangsúlyt fektettek a pszichológiai tényezők elemzésére. A gazdaságpszichológiai és a viselkedéstudomány azt hangsúlyozza, hogy a pénzpiacok vizsgálatánál elengedhetetlen a pszichológiai tényezők számba vétele. Ez a feltételezés ugyebár újfent megkérdőjelezi a piaci szereplők racionalitását, és a piac hatékonyságát.

Arra kell nagy figyelmet összpontosítani, hogy hogyan történik az információ befogadása, feldolgozása, és mindezek hogyan hatnak a döntéshozásra.

Maital szerint „a piacok egyezségekből és alkufolyamatokból állnak, melyek tárgyai a jószágok, a pénz, a reál és a pénzügyi vagyontárgyak. Azonban nem szabad elfelejteni azt, hogy ezeket az üzleteket hús-vér emberek kötik, akik gondolkoznak és akiknek érzéseik vannak.” (Oberlechner, Hocking, 2002)

A piaci résztvevők attitűdje – beállítottsága – sokat elárul arról, hogy az érintettek hogyan kezelik az új információkat és hogyan reagálnak rájuk. A viselkedéstudomány és a döntéseméletek foglalkoznak az attitűdök kialakulásával és befolyásoló hatásával bővebben.

Az információk feldolgozásában az attitűdökön kívül napjainkban egyre nagyobb szerepe van a médiának. A pénzügyi hírszolgáltatók rendkívül fontos szerepet játszanak a piacon azáltal, hogy eljuttatják a szükséges információkat a kereskedelmi és befektetési döntéshozókhoz. Annak ellenére, hogy a média megpróbál pártatlan színekben, a piacot figyelő szereplőként feltűnni, mára a piac szinte elválaszthatatlan résztvevőjévé vált. Ezt az is mutatja, hogy történelmi kapcsolatot fedezhetünk fel az első spekulatív buborékok kialakulása és az újság megjelenése között.

(Oberlechner, Hocking, 2002)

3. Központi bankok kommunikációja és a piaci várakozások

Többször említettem, hogy a hiteles kommunikáció hatékonyabbá teszi a monetáris politikát. Most nézzük meg, hogy ez miért is történik így valójában.

Az elmúlt három évtized tapasztalatai alapján látható, hogy a privát szektor várakozásainak igen nagy szerepe volt a monetáris politika céljainak megvalósulásában. A jól „lehorgonyozott” várakozások sokkal rugalmasabbá tették a gazdaságot az ideiglenes kínálati és keresleti sokkokkal szemben, és csökkentették az anticiklikus kiigazítások szükségességét, ami egy kevésbé átlátható banki környezetben könnyen ingadozáshoz is vezethetett volna. Ez lényegében azt jelenti, hogy a központi bankok akkor tudják céljaikat a legkönnyebben elérni, ha a rövid távú monetáris céljaikat pontosan meghatározzák és közzé teszik. Fordítva, ha a privát szektor félreértelmezi a monetáris politika irányát, akkor a központi bank holmi kevés eséllyel tudja a céljait betartani. Ezért is elengedhetetlen a megfelelő kommunikációs politika kialakítása.

A központi bankok azonban nem mindig folytattak ilyen nyitott és hiteles kommunikációt a nagyközönséggel. Sokáig azt a gyakorlatot alkalmazták, hogy visszatartották a monetáris politikával kapcsolatos és a tényleges gazdasági helyzetről szóló információkat. Azzal indokolták ezt a politikát, hogy így a bank sokkal hatékonyabban tud működni. Az idő és a tapasztalatok azonban rácsáfoltak erre. Az „extra” információk, amiket régebben visszatartottak, ugyanis bizonyítottan csökkenthetik a monetáris politika célkitűzéseivel kapcsolatos bizonytalanságot. A változást tulajdonképpen a privát szektor várakozási indukálták. A pénzügyi piacoknak tudniillik az elmúlt évtizedek során fokozatosan nőtt a szerepe a monetáris politika transzmissziójában (továbbításában).

A jegybankok esetén látható tehát, hogy a „szavak tettek nélkül mit sem érnek” mondás nem érvényesül. A szavaknak, azaz az információnak sokszor nagyobb a hatása, mint a tetteknek – természetesen ez csak akkor igaz, ha a központi bank elég hiteles.

A várakozások alakítására és a verbális szigorításra jó példa Nagy-Britannia esete 2004-ben. A pénzügyi egyensúlytalanságok miatti aggodalom következtében a piaci szereplők felhajtották a hosszú-távú kamatlábat, annak ellenére, hogy a központi bank lépéseket tett volna ez irányba. A Bank Of England nem tett mást, mint a „verbális intervenció” eszközét alkalmazta. Azaz olyan kommunikációt folytatott, melyben piac tudtára adta a kamatemelő szándékát. Így a piac tette meg azokat a lépéseket, melyet a monetáris politika szándékozott meglépni, így segítve annak hatékonyságát és működését. (BIS, 2005)

A következőkben a három nagyhatalom központi bankjának kommunikációs gyakorlatát hasonlítom össze röviden.

A táblázat adatai az alábbiak szerint vannak csoportosítva: (i) a monetáris politika hatékonyságát és központi bank számonkérhetőségét növelő eszközök, (ii) a politikai döntések informálásának eszközei és végül a (iii) gazdasági kilátások értékelésével kapcsolatos eszközei.

1. táblázat

A központi bankok kommunikációs politikájának összehasonlítása

Központi bankok által kiadott információk	US	ECB	JP
Számonkérhetőség			
Inflációs célok közzlése	<i>Nem</i>	Igen	Igen
Jelentés a törvényhozás felé	Igen	Igen	Igen
Politikai döntések			
A döntések azonnali nyilvánosságra hozatala	Igen	Igen	Igen
Sajtó konferencia	Nem	Igen	Igen
Sajtó közlemény	Igen	Igen	Igen
Jegyzőkönyv nyilvánosságra hozatala	Igen	<i>Nem</i>	Igen
Pontos szavaztási eredmény nyilvánosságra hozatala	Igen	<i>Nem</i>	Igen
Gazdasági helyzetértékelés			
Jelentések a monetáris pol.-ról	F	H	H
Előrejelzések kibocsajtása	F	F	F

Forrás: BIS Annual Report 2005, Megjegyzés: F= fél évente, H= havonta

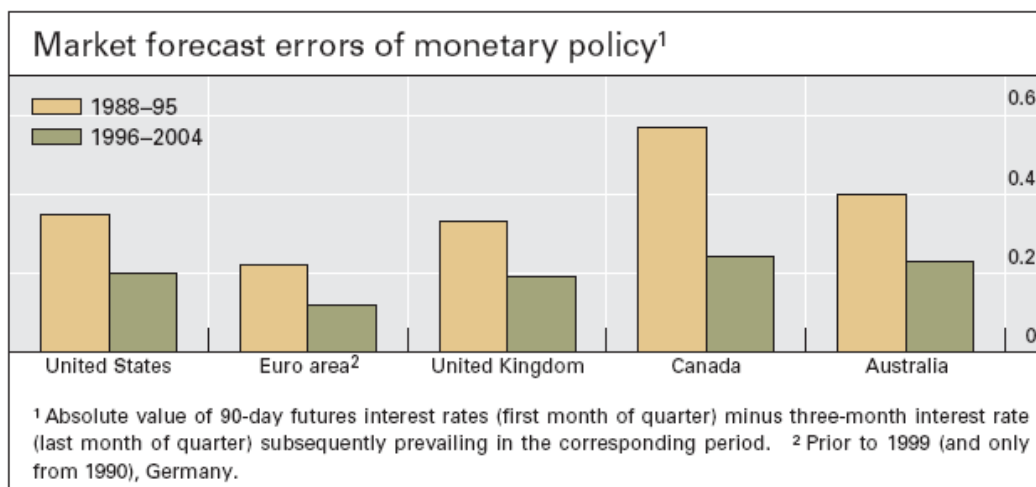
Látható a 1. táblázatból, hogy a három vezető hatalom központi bankjának a kommunikációs stratégiája nagyjából megegyezik. Mind a három bank esetén a legfőbb cél az átláthatóság, melyet például nagyban elősegít az inflációs célkövetés rendszere és a monetáris döntések publikálása (pl. sajtókonferencia). Ráadásul, ma már a legtöbb központi bank rendszeresen ad ki jelentéseket a monetáris folyamatokról és a gazdasági helyzetértékelésekről. A legtöbb eltérést a jelentések részletességében és a kiadás idejében és rendszerességében vélhetünk felfedezni. Példának okaként az ECB nem adja ki a monetáris ülésekről jegyzőkönyvet – ellenben részletekbe menő sajtótájékoztatót tart.

A 90-es évek eleje óta egyre intenzívebb és rendszeresebb kommunikációt folytató jegybankok az idők során sokkal átláthatóbbá és előre láthatóbbá váltak. A következő két felmérés (ábra) eredménye is ezt a következtetést engedi levonni.

Az 1. ábráról leolvasható, hogy majd két évtized alatt a piac rövid távú kamatlábakra történő átlagos előrejelzési hibái szignifikánsan csökkentek (a 96-04-es időszak a 88-95-höz képest), mely a központi bankok tisztább kommunikációjának a következménye.

1. ábra

Előrejelzési hibák a piacon

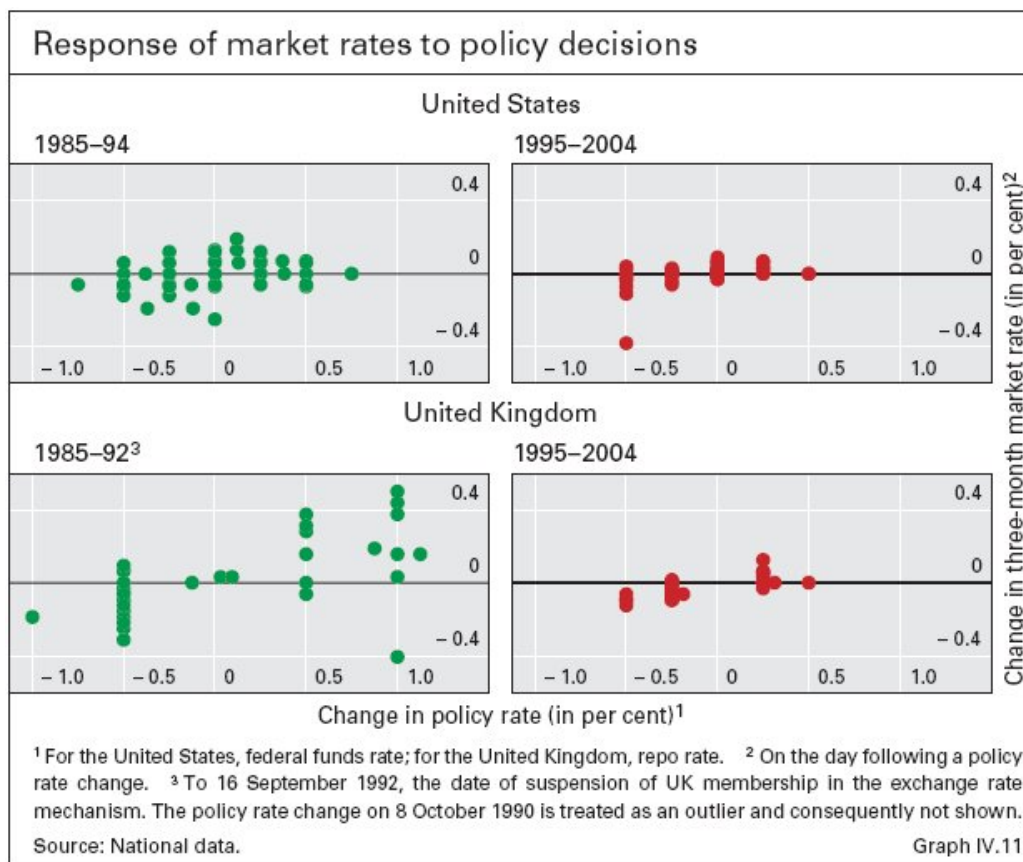


Forrás: BIS Annual Report 2005

A második ábra, pedig azt mutatja, hogy a három hónapos piaci kamatlábak 1995 óta kevésbé reagálnak intenzíven a kamatmeghatározó üléseket követő kamatlábváltozás bejelentésére.

2. ábra

A monetáris politika



Forrás: BIS Annual Report 2005

Ez annak a következménye, hogy a központi bankok a hiteles és rendszeres kommunikáció során már a kamatmeghatározó ülés előtt sugallták a piac szereplőinek az esetleges kamatváltozás mértékét és irányát.

Látható tehát, hogy a jó kommunikációs politika nem merül ki abba, hogy a központi bank hatékonyan osztja meg a piaccal az információkat; az is elengedhetetlen, hogy a piaci szereplők megfelelő visszacsatolást adjanak arról, hogy a megkapott információkat miként és hogyan értelmezték. Ha nincs meg ez a kétirányú kapcsolat, a bank nem tud effektív lenni. A konzisztens látásmód egyszóval nem nélkülözhető a kedvező gazdasági környezet kialakításánál.

Most hogy oly sok szó esett a kommunikáció előnyeiről, a megosztandó információkról és a tájékoztatás mikéntjéről, röviden kitérnék a túlzott kommunikáció hátulütőire.

Három érv szól a mértéktelen és túlzásba vitt információközlés ellen. A hiteles kommunikáció sok pénzbe, időbe és banki erőforrásokba kerül. Nem ritka a kommunikációs osztályokon az, hogy egy-egy információ kibocsátásakor költség-előny analízist készítenek. Ráadásul azt is mérlegelniük kell, hogy a monetáris üléseken hozott döntések kapcsán mennyire részletes adatokat közölnek. A túl nagy nyitottság akár félre is vezetheti a piacot. Példának okaként említem meg az ECB esetét, ahol Kormányzótanács üléseiről nem adnak ki a jegyzőkönyveket a nyilvánosságnak, sőt a szavazásról és a szavazati arányokról sem közölnek részleteket. Ha közölnék az egyes tagok álláspontját és szavazatait, akkor elképzelhetőnek tartanám azt, hogy szavazati jogú tagok a „nyilvánosság nyomásának” következtében nem mernék felvállalni a nemzeti érdekeit, és máshogy szavaznának. (ECB, 2005). Az előző okokból kifolyólag nem adják le az ülések menetét se TV-ben, se rádióban. A média ugyanis hajlamos lenne arra, hogy dramatizálja a döntéshozók véleménye közötti különbségeket, ami pedig politizálná a belső monetáris döntéshozást.

Itt említeném meg az üzenetek megfogalmazással kapcsolatos aggodalmakat is. A központi bankok igyekeznek tömören és a célcsoport számára érthető tájékoztatást adni. Azonban néha egy véletlen vagy nem jól átgondolt fogalmazásbeli hiba az inflációval, a jövőbeli kilátásokkal vagy éppen a kockázati mutatókkal kapcsolatban hatalmas károkat okozhat a piacnak.

Ezek az aggályok tehát arra adnak okot a központi bankoknak, hogy jól átgondolják a kommunikációs stratégiájukat.

Miután végigvettük a kommunikációs stratégiák erősségeit és gyengeségeit, továbbra is azt állíthatjuk, hogy a kommunikáció eredményessége a hitelességen áll vagy bukik. Méltán tehető fel akkor a kérdés: lehetséges az, hogy túl hiteles egy központi bank? A válasz igen, azonban ez negatívan érinti a jegybankok tevékenységét.(nyertesek átka probléma). Ha ugyanis túl hiteles, a piac nagyobb súlyt helyez a bank kommunikációjára – mondhatjuk úgy is, hogy mindent elhisz szóról szóra –, mint amit a bank eredetileg szándékozott volna. A probléma főképp akkor válhat relevánssá, ha a döntéshozók véleményt nyilvánítanak alacsony valószínűségű események kapcsán, amit aztán a közvélemény a média közvetítésével felfúj. Egy ilyen környezetben túl sok információ nyújtása károsan hat a központi bank hitelességére. (BIS, 2005)

4. A banki kommunikációs eszközök hatékonyságkülönbsége és azok időzítései

A kommunikációs technikák előnyeinek és hátrányainak áttekintése után a központi bankok kommunikációjának időzítéséről és a kommunikációs eszközök hatékonyságáról szólnék röviden.

A szakirodalomban ez a témakör még egy nagyon újkeletű tudományterület Reeces R. és Sawicki M. a Bank of England, Kohn D.L. és Sack B. a FED, Ehrmann M. és Fratzscher M. pedig az ECB kapcsán vizsgálódott e témakörben. Az empirikus vizsgálatok során arra következtettek, hogy a központi bankok kommunikációjában szisztematikus minta vélhető felfedezni. Úgy próbálták ezt a feltételezést megerősíteni, hogy a monetáris ülések közötti periódusokban a kormányzó tanács tagjai által adott nyilatkozatokat és riportokat és azok hatásait elemezték. Ezek a bejelentések ugyanis a piac által nem várt kommunikációs aktusok, amelyek a kialakult gazdasági helyzetről és a gazdasági változókról szolgáltatnak plusz információkat. (Ezáltal könnyebb a piaci hatásaikat vizsgálni.)

A kutatók kvantitatív mérések alapján számtalan olyan körülményt meghatároztak, amelyek fennállása esetén a kommunikáció intenzívebbé válik. Ez legszembetűnőbben a kamatváltoztató ülések, továbbá a monetáris ülések (Kormányzótanács-ECB, MPC-Bank Of England) előtt figyelhető meg. Az egyéb események hatása a kommunikációra a jegybankoknál eltérőek lehetnek. Így például az ECB esetén az ülések közötti állásfoglalások és interjúk száma akkor nő meg a Kormányzótagok részéről, ha a monetáris politikával kapcsolatos változtatások további magyarázatokra szorulnak. A Bank Of England esetén, pedig a növekvő piaci volatilitás váltja ki ugyan ezt a hatást. (Ehrmann, 2005). Mindezen különbségek arra engednek következtetni, hogy a központi bankok kommunikációs politikája a bankok számára *endogén*. Így például a kommunikáció során más és más tényezőkre kell a hangsúlyt fektetni egy tőkepiac orientált (USA) és egy bank/hitel orientált gazdaságban(EU). USA-ban a tőkepiacnak nagy szerepe van a monetáris politika transzmissziójában, így a FED megpróbál olyan információt szolgáltatni a piacnak, melyek a tőkejavak áralakulását nagyban meghatározzák. Addig az EU esetén ezen információkra kisebb az igény. Az ECB, az árstabilitás célok jegyében, a nagyközönséget látja el olyan adatokkal, mellyel a piac szereplői hosszú távú döntéseket tudnak hozni, így megtakarítani és befektetni. (BIS, 2005).

A bankok számára a piac bizonytalanságának mértéke exogén változó. A megnövekedett bizonytalanság esetén a jegybankok intenzívebb kommunikációval igyekeznek a pénzügyi piacokat és a közvéleményt megnyugtatni.

A piacok nem a döntések bejelentésére, hanem az ülések napján történő kommunikációra reagálnak. Pl.: a döntések okainak és a háttér-információknak a magyarázatára. Gürkaynak a FED, Brand és társai az ECB esetén azt találták, hogy a piac a kommunikáció két komponensére reagál: a döntések lehetséges meglepetés összetevőjére és az információk előre tekintő komponensére. (Ehrmann,2005 ECB, 2006). Tehát a bizonytalanságot úgy lehet csökkenteni, hogy kerülni kell a hirtelen, előre nem látott lépéseket, változásokat.

A következőkben azt fogjuk megnézni, hogy az egyes kommunikációs eszközöknek milyen hatása van a piacra, egyenként és összegezve.

2. táblázat

A FED kommunikációs eszközeinek a piacra gyakorolt hatásai

	Average absolute effect per event		Cumulative absolute effect since 2001	
	Eurodollar futures rate	2-year treasury yield	Eurodollar futures rate	2-year treasury yield
Statements	4.5	5.6	103	140
Testimonies	6.7	6.8	28	33
Minutes	1.9	2.5	41	71
Old release	1.7	2.3	21	50
Expedited release	3.4	3.8	20	20
Speeches	0.3	0.5	75	119

Source: Reinhart and Sack (2006).
Note: The table shows the absolute effects in basis points of different types of communication in a time window of 15 minutes before the event and until one hour after. "Statements" denote the statements announcing monetary policy decisions, which contain the current decision as well as a forward-looking element (see box). "Expedited release" of the minutes: since December 2004.

Forrás: ECB Research Bulletin (2006)

Amint a 2. táblázatról leolvasható, a legnagyobb piaci reakciót kiváltó hatása a monetáris üléseket követő jelentéseknek és a meghallgatásoknak van. Ezt ugyanis mind a szakemberek, mind pedig a közvélemény szóról szóra értelmezi és közvetlenül beépítik a várakozásaikba.

A FED és a Bank Of England is kiadja a monetáris üléseket követően az ülések jegyzőkönyvét. Néhány éve már gyorsított eljárásban – azaz még a soron következő FOMC vagy MPC ülés előtt – bocsátják ki a jegyzőkönyveket, aminek következtében megduplázódott a piacra gyakorolt hatása.

Azonban nem csak az üléseket követően kommunikálnak a jegybankok. Lényeges szerepe van ugyanis az ülések közötti periódusban adott interjúknak és beszédeknek, melyek sokszor új információkat szolgáltatnak a gazdasági kilátásokról és a monetáris politika eredményeiről. Amint a táblázatról látható, a beszédek kevésbé váltanak ki olyan súlyú piaci

reakciókat, mint pl. a jelentések vagy a jegyzőkönyvek. Azonban viszonylagos nagy számuk miatt az összesített hatásuk az ülések napján kiadott jelentéseket követően a második legnagyobb.

Ehrmann az ECB esetén megvizsgálta a beszédek és az interjúk jelentőségét. Elemzése során a 3 hónapos, 6 hónapos, 1,2,5,10 és 20 éves lejáratú papírok kamatláb változását kutatta. Azt az eredményt kapta, hogy az ülések között adott beszédek és interjúk 1,5-2,5 bázis ponttal változtatták a kamatlábat átlagosan. (ECB, 2006).

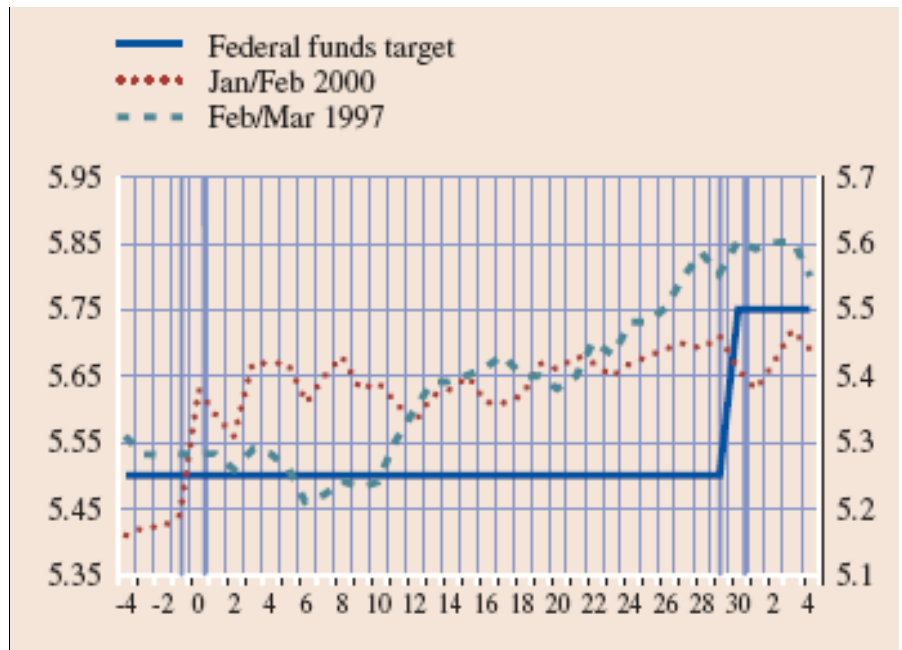
Az alábbi ábrán a 3 hónapos amerikai t-bill kamatláb alakulása látható két periódusban. 1997 második hónapjában (jobb oldal) és 2000 első hónapjában.(bal oldal). Mindkét periódus elején és végén a FOMC (Federal Open Market Committee) ülésezett. Az első ülésen egyik esetben sem került sor bázispont emelésre, azonban mindkét esetben a FOMC megszorító intézkedések jövőbeli elfogadását helyezte kilátásba. A különbség abban áll, hogy míg 1999 előtt nem adott ki a FOMC azonnali jelentést az ülést követően, addig 1999 után igen. Az ábra érdekessége, hogy az előbb említettek ellenére a FOMC döntéseit a piac mindkét esetben többé-kevésbé előre jól megbecsülte. Tehát 99 után nem javult az előrejelzés pontossága szignifikánsan, csak a mechanizmusa változott meg. Míg az egyik esetben (2000) a jelentés kiadását követő egy napon belül a piac beépítette várakozásaiba a kamatláb emelését, addig a másik esetben ez a „kiigazítás” később következett be. A jelentések késői kibocsátása miatt a piac ugyanis kénytelen volt minden előremutató jelre a FED által adott beszédekből és interjúkból következtetni. Így is történt ez 1997 február 26-án, mikor Alan Greenspan – az akkori FED elnök – az USA Szenátusa előtt nyilvános meghallgatáson vett részt. A piac ezt követően hirtelen reagált is (11 nap az ábrán). (ECB, 2006)

Az előbb említett példa jól illusztrálja a jelentések és a beszédek közötti különbséget. Nem szabad azonban elfelejteni azt sem, hogy a beszédek és interjúk nagy száma miatt elkerülhetetlen az, hogy a piac várakozásait nagymértékben befolyásolják.

Összességében minden szóbeli és írásbeli információ, mely közvetlenül, vagy közvetetten a monetáris döntéshozóktól származik módosítja többé vagy kevésbé a piac magatartását és reakcióit.

3. ábra

A jelentések és a beszédek eltérő hatása az amerikai pénzpiacra



Forrás: Ehrmann and Fratzscher, 2005

5. Végző

Dolgozatomban igyekeztem olyan példákat hozni, melyek világosan példázzák, hogy a jól előkészített, hiteles kommunikáció a monetáris politika elengedhetetlen eszköze. A kommunikáció szignifikánsan befolyásolja a pénzügyi piacokat, továbbá fokozza a monetáris politika hatékonyságát. Habár ez a felfogás széles körben elfogadott, számos kutatás folyik még a kommunikációs politika tökéletesítése érdekében. Számtalan empirikus példát mutattam be a jegybanki kommunikációs eszközök hatékonyságának szemléltetésére.

Az Európai Központi Bank írott és verbális kommunikációs eszközeinek részletes bemutatása után, megpróbáltam a nagyhatalmak központi bankjainak kommunikációs politikája közötti különbségeket megismertetni.

Kitértem továbbá arra, hogy mikor hatékony a kommunikáció és mikor nem; mikor hiteles és mikor túl hiteles. Ezenfelül megpróbáltam bemutatni a kommunikáció pszichológiai oldalát, azt hogy mind a piacok, mind pedig a közvélemény hogyan reagál a napvilágot látott információkra, hogyan alakítja az a várakozásokat.

Láthattuk, hogy a központi bank kommunikációja milyen szignifikáns szerepet tölt be a pénzügyi folyamatok alakulásában és azt is, hogy mennyire lényeges a közvélemény tájékoztatása. A közvélemény jövőbeli inflációs várakozása az, ami konkrétan az infláció kialakulásáért felelős – a bérköveteléseken, a megtakarítási, beruházási és a vásárlási döntéseken keresztül. Ez pedig döntően meghatározza, hogy a bank el tudja-e érni a célját vagy sem.

A jövőbeli kutatásoknak véleményem szerint arra kellene még jobban fókuszálnia, hogy a központi banki kommunikáció hogyan tudná még hatékonyabban befolyásolni a közvélemény várakozásait.

Irodalomjegyzék

- Ehrmann M. [2006]: *Central bank communication*, In: ECB Research Bulletin No.5, December 2006
- Ehrmann M., Fratzscher M. [2005]: *The timing of central bank communication*, ECB, Working Paper No. 565, December 2005
- ECB: The Eurosystem, The Union and Beyond [2005], *Communication and transparency*
- ECB: Monthly Bulletin, February [2001], *The external communication of the European Central Bank*
- Oberlechner T., Hocking S [2002]: *Information sources, news, and rumors in financial markets: Insights into the foreign exchange*, Journal of Economic Psychology 25 [2004] pp. 407-424