



WORKING PAPER č. 03/2010

Vliv měnové politiky na hospodářský růst

Petra Černíková

červen 2010



Řada studií Working Papers Centra výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky je vydávána s podporou projektu MŠMT výzkumná centra 1M0524.

ISSN 1801-4496



VLIV MĚNOVÉ POLITIKY NA HOSPODÁŘSKÝ RŮST

Abstract:

This paper deals with an assessment of possible ways how monetary policy can influence economic growth of selected countries – the Czech Republic and Austria. We will compare institutional frameworks of both monetary authorities – the Czech National Bank and the European Central Bank. Moreover, we focus on assessing the predictability of both central banks and their ability to fulfill given aims as well.

Abstrakt:

V této práci se věnujeme zkoumání vlivu monetární politiky na hospodářský růst ve dvou vybraných zemích – České republice a Rakousku. Provedeme komparaci institucionálního rámce provádění monetární politiky. Dále bude kladen důraz na zhodnocení predikovatelnosti chování centrálních bank a jejich schopnost udržet stabilní cenovou hladinu.

Recenzoval:

doc. Ing. Libor Žídek, Ph.D.

1. ÚVOD

Předmětem této práce je porovnání monetární politiky v České republice a Rakousku během období 2000 – 2009. V práci budeme klást důraz na zkoumání potenciálního vlivu monetární politiky na ekonomický růst v těchto dvou zemích. Za provádění monetární politiky v České republice je odpovědná Česká národní banka. Díky tomu, že Rakousko je členskou zemí eurozóny, monetární politika v této zemi spadá do působnosti Evropské centrální banky.

Práce je rozdělena do čtyř kapitol. V první z nich se budeme stručně věnovat teoretickému vymezení zkoumaného tématu. V té následující se seznámíme s institucionálním rámcem pro provádění monetární politiky příslušnými centrálními bankami. Zaměříme se na porovnání cíle a monetárního režimu, ale taktéž nástrojů, které jednotlivé centrální banky používají k dosažení svých cílů.

Vzhledem k tomu, že během celého analyzovaného období dosahovala míra inflace v ČR hodnot pod prahovou hranicí, od jejíhož překročení má inflace negativní vliv na ekonomický růst (viz následující kapitola), budeme v této práci analyzovat monetární politiku dle jiných kritérií. Ve třetí kapitole se zaměříme na základní vývoj monetární politiky v České republice a Rakousku. Hlavní část práce bude spočívat v hodnocení monetární politiky, a to na základě dvou kritérií. Podíváme se na to, jak se jednotlivým centrálním bankám dařilo plnit stanovený cíl, a taktéž se pokusíme o zhodnocení míry predikovatelnosti opatření obou centrálních bank.

2. MONETÁRNÍ POLITIKA A EKONOMICKÝ RŮST

Z teoretického i praktického hlediska není vazba mezi monetární politikou a ekonomickým růstem zcela jednoznačně definovatelná. Spíše než přímý charakter této vazby můžeme předpokládat nepřímou vazbu mezi monetární politikou a ekonomickým růstem. Vliv na ekonomický růst tak můžeme spatřovat v tom, jaké signály vysílá do ekonomiky centrální banka, respektive jí prováděná politika, zdali vytváří stabilní a nízkoinflační prostředí při konzistentním charakteru monetární politiky či nikoliv.

Nezávislost a kredibilita centrální banky jsou často považovány za jedny z nejvýznamnějších aspektů pro úspěšné provádění monetární politiky. Kredibilita má podle Filáčka (2004) značný vliv na očekávání ekonomických subjektů a je tudíž determinantem důvěry ekonomických subjektů ve schopnost banky dosáhnout svého cíle. Je běžnou praxí, že centrální banka má svůj cíl, popřípadě cíle, stanoveny zákonnou normou. Důvodem je zejména skutečnost, že transparentní a předvídatelná monetární politika formuje příznivé prostředí pro ekonomický růst a vytváří prostor pro racionální

rozhodování ekonomických subjektů o alokaci zdrojů. Pokud by politika centrální banky nebyla pro ekonomické subjekty dostatečně transparentní a předvídatelná, mohla by se stát zdrojem poruch v hospodářství.

Řada prací z oblasti monetární politiky a ekonomického růstu se věnuje analýzám míry inflace ve vztahu k ekonomickému růstu. Empirické práce potvrzují vliv inflace na ekonomický růst, a to v případě, že inflace překročí prahovou hodnotu. Míra inflace převyšující prahovou hodnotu má prokazatelný negativní vliv na investiční aktivitu a ekonomický růst v zemi. Různí autoři definují výši prahové hodnoty různě. Například Sarel (1996) empiricky ověřil poměrně vážné negativní účinky inflace při překročení prahové hodnoty 8 %. Podrobněji lze nalézt tuto problematiku například v Barro (1995). Je důležité zmínit skutečnost, že vztah inflace a růstu není lineární. Negativní vliv na růst má nejen inflace vyšší než prahová hodnota, ale taktéž inflace, která je ekonomickými subjekty špatně předvídatelná. Nepředvídatelná inflace negativně ovlivňuje rozhodování ekonomických subjektů stran alokace zdrojů.

Jedním z dalších aspektů, jak může monetární politika ovlivňovat růst v zemi, je volba kurzového režimu. Rovněž zde existuje velké množství prací na toto téma. Většina z nich se snaží ověřit předpoklad, že ve střednědobém horizontu může volba kurzového režimu, mít vliv na ekonomický růst. Podle Bailliu, Lafrance a Perrault (2002) může být tento vliv přímý – volba kurzového mechanismu ovlivňuje adaptační mechanismy na šok v ekonomice, nebo nepřímý – přes faktory ovlivňující ekonomický růst, jakými jsou investiční činnost či zahraniční obchod. Podle jejich závěrů je základem pro pozitivní vliv na růst pevný institucionální rámec monetární politiky (nikoliv nutně pevný kurz). Neboť kurzové režimy, ať už pevné, střední (např. crawling peg) či flexibilní, charakteristické pevnou monetární kotvou (např. inflační cíl) mají pozitivní vliv na růst.¹

3. INSTITUCIONÁLNÍ RÁMEC PROVÁDĚNÍ MONETÁRNÍ POLITIKY

V této kapitole provedeme porovnání institucionálního rámce pro provádění monetární politiky v České republice a v Rakousku. Nositelem monetární politiky v České republice je Česká národní banka. Rakousko se dne 1. ledna 1999 zapojilo do třetí fáze vytváření Evropské hospodářské a měnové unie a zodpovědnost za monetární politiku byla přenesena z Rakouské centrální banky na nově vzniklou

¹ Výzkum byl prováděn na datech 60 zemí z celého světa za období 1973–1998. Měnové kurzy byly rozčleněny na pevné, střední bez monetární kotvy, střední s monetární kotvou, flexibilní bez kotvy a flexibilní s kotvou, a to nejen podle oficiálních informací, ale i na základě pozorování, o jaký kurzový režim se jedná. Bailliu, Lafrance a Perrault (2002).

Evropskou centrální banku.² Institucí zodpovědnou za provádění monetární politiky v Rakousku je během celého sledovaného období Evropská centrální banka. První dílčí kapitola se bude zabývat porovnáním cílů obou centrálních bank, včetně jejich případného vývoje. Dále se zaměříme na komparaci základních nástrojů, které výše uvedené centrální banky používají k dosažení svých cílů.

3.1. Volba cíle a režimu monetární politiky

Abychom byli schopni porovnat cíle obou centrálních bank, musíme se věnovat jejich vymezení. Začneme charakteristikou cíle a monetárního režimu ČNB a navážeme obdobnou charakteristikou ECB.

Česká republika

Cílem ČNB je cenová stabilita, tj. udržování neinflačního prostředí v zemi. Monetární politika centrální banky může rovněž „podporovat obecnou hospodářskou politiku vlády, pokud však není tento vedlejší cíl v rozporu s cílem hlavním“.³ Monetární politika je prováděna v režimu cílování inflace, při kurzovém režimu ve formě floatingu.

„Inflační cíl je stanovován explicitně, a to ve střednědobém časovém horizontu. Význam střednědobého časového horizontu spočívá zejména ve vytvoření jasné kotvy pro stabilizaci inflační očekávání ekonomických subjektů. Důležitým prvkem monetární strategie cílování inflace jsou inflační prognózy. Rozhodnutí o nastavení měnověpolitických nástrojů jsou prováděna právě na základě aktuálních inflačních prognóz a potenciálního odchylení od nich. Pokud se objeví signály o vychýlení inflace od plánovaného cíle, přistupuje ČNB, přesněji bankovní rada ČNB, ke změně nastavení měnověpolitických nástrojů tak, aby se díky působení těchto nástrojů „vrátila“ míra inflace do stanoveného pásma.“ Černíková (2009).

Během sledovaného období nedošlo ke změně hlavního cíle ČNB, ani režimu, v němž je monetární politika prováděna. Ke změnám však došlo v případě hlavního ukazatele inflace a způsobu, jakým je hlavní cíl stanoven. Do dubna 2001 byl cíl stanovován pro čistou inflaci, od té doby je cíl stanoven pro celkovou inflaci (vyjádřenou jako meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen).⁴ Motivem pro změnu bylo dosažení vyšší transparentnosti monetární politiky, a tuto změnu tudíž vnímáme pozitivně. Pro ekonomické subjekty je cíl stanovený

² Rakouská centrální banka se stala součástí Evropského systému centrálních bank. Rakouská centrální banka je rovněž součástí Eurosystemu, neboť ten tvoří ECB a centrální banky zemí, které přijaly euro.

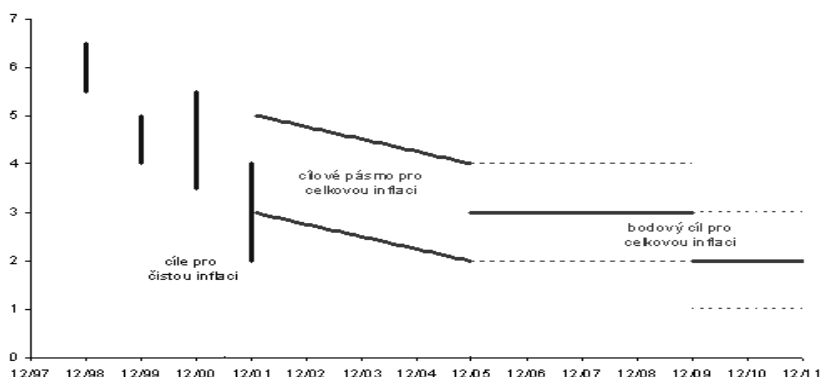
³ Zdroj: Měnová politika. Česká národní banka.

⁴ Jak uvádí ČNB: „index čisté inflace je odvozen z celkového indexu spotřebitelských cen s vyloučením položek regulovaných cen, cen ovlivňovaných administrativními opatřeními a při očištění o vliv změn nepřímých daní“ (ČNB, str 12, 1999).

v celkové inflaci snáze představitelným a dokáže tudíž lépe ovlivnit jejich inflační očekávání.⁵

Uvedli jsme, že rovněž došlo ke změně způsobu, jakým je cíl stanovován. Z grafu č. 1 je patrné, že do roku 2001 byl stanovován cíl pro konec roku jako rozpětí pro čistou inflaci. Od roku 2001 začal být inflační cíl stanovován pomocí cílové trajektorie celkové inflace. K zatím poslední změně došlo počínaje rokem 2006, kdy bylo cílové pásmo pro celkovou inflaci nahrazeno bodovým cílem s tolerančním pásmem $\pm 1\%$. Pro období 2006–2009 byl bodový cíl stanoven na úrovni 3% a s platností od roku 2010 je bodový cíl na úrovni 2% .

Graf č. 1: Inflační cíle ČNB



Zdroj: Cílování inflace v ČR. Česká národní banka

Pro lepší srozumitelnost v níže uvedené tabulce uvádíme kvantifikovaný přehled stanovených inflačních cílů během sledovaného období.

Tabulka č. 1: Inflační cíle ČNB

inflační cíl pro rok	výše cíle	plnění k měsíci	stanovení cíle
inflační cíle v čisté inflaci			
1999	4–5 %	prosinec 1999	listopad 1998
2000	3,5–5,5 %	prosinec 2000	prosinec 1997
2001	2–4 %	prosinec 2001	duben 2000
2005	1–3 %	prosinec 2005	duben 1999
cílové pásmo pro celkovou inflaci 2002–2005			
Začátek pásma 01/2002	3–5 %	leden 2002	duben 2001
konec pásma 12/2005	2–4 %	prosinec 2005	
bodový cíl pro celkovou inflaci			

⁵ Zdroj: Stanovení inflačního cíle 2002–2005. Česká národní banka.

2006–2009	3 +- 1%		březen 2004
2010–vstup do eurozóny	2 +- 1%		březen 2007

Zdroj: Cílování inflace v ČR. Česká národní banka

Rakousko

Jak jsme již uvedli, vzhledem k rakouskému členství v eurozóně se budeme v rámci naší analýzy zabývat monetární politikou Evropské centrální banky. Cíl monetární politiky Evropského systému centrálních bank⁶, za jehož realizaci je odpovědná právě ECB, stanovuje Smlouva o Evropské unii.

„Hlavním cílem monetární politiky ESCB je udržení cenové stability.“⁷ Specifikace cíle je dále rozvedena: „aniž by byl dotčen tento cíl, podporuje ESCB obecné hospodářské politiky ES se záměrem přispět k dosažení cílů ES podle Smlouvy, tj. zejména podporovat harmonický a vyvážený rozvoj hospodářských činností v ES, trvalý a neinflační hospodářský růst respektující životní prostředí, vysoký stupeň konvergence ekonomické výkonnosti, vysokou úroveň zaměstnanosti a sociální ochrany, a to vytvořením společného trhu a hospodářské a měnové unie a prováděním společných politik a činností uvedených ve Smlouvě“ (dle překladu na webu ČNB, 2010).

Cenová stabilita nebyla Smlouvou o EU definována. Proto byl cíl monetární politiky kvantifikován Radou guvernérů ECB následovně (ECB): „cenová stabilita je definována jako meziroční růst Harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) v eurozóně nepřekračující hodnotu 2 %.“ Zároveň bylo stanoveno, že inflace by měla být nižší, ale velmi blízká této hodnotě i ve střednědobém horizontu. Skutečnost, že je cíl kvantifikován jako meziroční růst HICP nižší než 2 % zároveň znamená, že deflace není považována za splnění cíle.⁸

Přestože monetární režim ECB vykazuje charakteristiky režimu cílování inflace, formálně je od tohoto režimu odlišný. Monetární režim ECB se na základě rozhodnutí Řídící rady z října roku 1998 opírá o následující pilíře (Monthly Bulletin No. 1/1999, ECB):

- „kvantitativní definice cenové stability – viz stanovení cíle;
- tzv. dvoupilířová strategie k dosažení cíle:
 - významná role peněz (peněžních agregátů), která se projevuje ve stanovení referenční hodnoty pro růst širokého peněžního agregátu (M3);

⁶ Ten tvoří ECB a centrální banky všech členských zemí EU.

⁷ Odstavec 1, článek 127, Smlouva o EU.

⁸ Zdroj: Evropská centrální banka

- o určení výhledu budoucího vývoje cenové hladiny a zejména stanovení rizik cenové stability (ekonomické a monetární analýzy).“

Referenční hranice pro růst měnového agregátu M3 byla Řídící radou stanovena na 4,5 % jako hodnota tříměsíčního klouzavého průměru meziročního růstu M3. Neznamená to však, že v případě překročení této hranice se automaticky jedná o impuls pro změnu nastavení měnověpolitických nástrojů. V případě překročení referenční hodnoty jsou vypracovány analýzy příčin tohoto překročení a hodnoceny z pozice, zda příčiny mohou ovlivnit cenovou stabilitu (Monthly Bulletin No. 1/1999, ECB).

Součástí tzv. ekonomických analýz jsou i makroekonomické projekce. Jak však sama ECB uvádí, „projekce hrají důležitou, ale nikoliv vše zahrnující roli v monetární strategii ECB“ (web ECB).⁹ Projekce obsahují předpokládanou roční změnu inflace, vyjádřenou indexem HICP (ECB).

Monetární analýzy se zabývají dlouhodobými determinanty cenové hladiny, zejména vztahem mezi penězi a cenovou hladinou (např. analýzy vývoje měnových agregátů).¹⁰

Během celého sledovaného období nedošlo ani ke změně kvantifikace cíle cenové stability, ani k jiné změně týkající se nastaveného monetárního režimu ECB.

Komparace

Obě centrální banky mají shodně stanovený cíl v podobě stability cenové hladiny. Obě centrální banky svůj cíl kvantifikují v mírně odlišné výši. Česká republika by se v budoucnu měla stát členskou zemí eurozóny a tato skutečnost se tudíž odráží ve sblížení inflačního cíle s výší cíle stanoveného ECB. Definice cílů obou bank se zmiňuje o možnosti podporovat hospodářskou politiku v případě, že není ohrožen primární cíl.

Monetární režim pro provádění monetární politiky mají centrální banky odlišný. V případě České národní banky se jedná o cílování inflace s explicitně stanoveným cílem. Režim monetární politiky ECB se nedá ztotožnit s režimem cílování inflace. Je to režim založený na kvantifikaci cíle a dvoupilířovém systému analýz rizik cenové stability. Režim monetární politiky ECB je předmětem řady kritik zaměřujících se zejména na jeho nejednoznačnost. Obecně tak můžeme monetární režim ČNB považovat za pevnější a srozumitelnější režim než v případě ECB.

⁹ Zdroj: ECB, Macroeconomic Projections.

¹⁰ Monetary Analysis, Monetary policy. ECB.

3.2. Základní nástroje monetární politiky

Česká republika

„Základními měnověpolitickými nástroji České národní banky jsou operace na volném trhu, automatické facility – depozitní facility a marginální zápůjční facility, a povinné minimální rezervy. Během námi sledovaného období nedošlo k žádné změně v nastavení povinných minimálních rezerv (PMR), neboť tento nástroj již prakticky není centrální bankou využíván. Poslední úprava výše povinných minimálních rezerv tak proběhla v říjnu roku 1999, kdy byla sazba PMR snížena z 5 % na 2 % tak, aby byla v souladu s výši PMR Evropské centrální banky.“ Černíková (2009).

Operace na volném trhu „jsou většinou prováděny ve formě repo operací (na základě rámcové smlouvy o obchodování na finančním trhu)“ a jejich hlavním cílem je „usměrňovat vývoj úrokových sazeb v ekonomice“ (ČNB). Marginální zápůjční facility je ztotožněna s lombardní sazbou a depozitní facilitu představuje diskontní sazba.

Hlavním nástrojem pro provádění monetární politiky Českou národní bankou jsou jednoznačně úrokové sazby, respektive změny v nastavení jejich výše. Měnové podmínky v zemi ovlivňuje i vývoj měnového kurzu. Posilování kurzu domácí měny působí jako nezanedbatelný protiinflační faktor, zároveň snižuje konkurenceschopnost domácích výrobců oproti levnější zahraniční konkurenci. Česká ekonomika je malá a otevřená, vývoj měnového kurzu je tak v převážné míře determinován zahraničním vývojem. Logicky je tak větší význam přikládán právě výše uvedené úrokové politice.

Rakousko

Základními nástroji pro provádění monetární politiky ECB jsou operace na volném trhu, stále facility – depozitní facility a marginální zápůjční facility. Dalším nástrojem jsou povinné minimální rezervy, jejichž výše je od počátku existence ECB zachována na úrovni 2 %. Změny povinných minimálních rezerv tak k provádění monetární politiky ani Evropskou centrální bankou nejsou aktivně využívány. Hlavním nástrojem je rovněž úroková politika.

Operace na volném trhu hrají „důležitou roli pro řízení úrokových sazeb, řízení bankovní likvidity a signalizaci orientace měnové politiky“ (ECB). Tyto operace jsou prováděny za tzv. sazbu na hlavní refinanční operace (s jednotýdenní dobou splatnosti). Marginální zápůjční facility a depozitní facility slouží obdobně jako v ČR k získání či uložení likvidity přes noc.

Pokud jde o měnový kurz, situace Rakouska je od ČR mírně odlišná. Rakousko je sice malou, otevřenou ekonomikou, ale členství v měnové unii by mu mělo alespoň teoreticky přinášet větší stabilitu vývoje

měnového kurzu. Vliv vývoje eura na měnové podmínky by tak mohl být ještě nižší, než je tomu v případě vlivu koruny na měnové podmínky v ČR.

Komparace

Česká národní banka a Evropská centrální banka pro provádění monetární politiky obecně využívají shodné nástroje. Česká národní banka se naším vstupem do EU stala součástí Evropského systému centrálních bank. Nedošlo k žádné změně ve využívání nástrojů pro provádění monetární politiky, spíše můžeme říci, že došlo ke změně jejich označení tak, aby bylo kompatibilní s terminologií ECB (např. marginální zápůjční facilitata – lombardní sazba). Obecně se tak institucionální rámec prováděné monetární politiky v ČR mírně přibližuje monetární politice ECB.

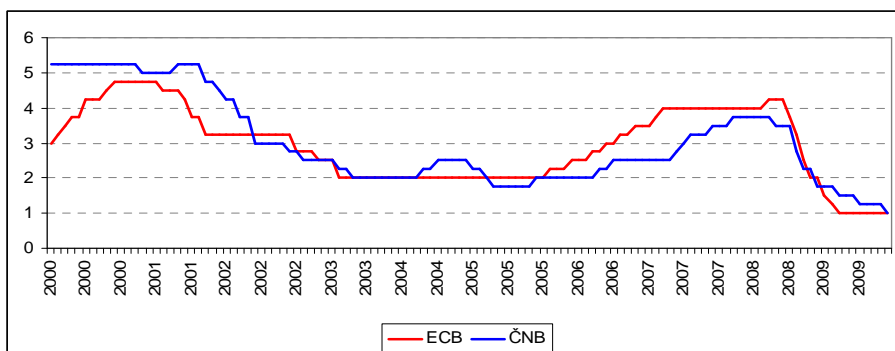
4. VÝVOJ MONETÁRNÍ POLITIKY

Jak jsme uvedli v úvodní části práce, vazbu mezi monetární politikou a ekonomickým růstem analyzujeme spíše z pohledu podmínek, které monetární politika v zemi vytváří. V této kapitole budeme vycházet z předpokladu, že uvolněná monetární politika vytváří spíše prorůstové ekonomické prostředí. Nesmíme však zapomenout, že tento vliv může politika centrální banky mít za předpokladu, že se jí daří udržovat nízkoinflační prostředí v ekonomice.

Česká republika

Prakticky od počátku sledovaného období až do poloviny roku 2004 prováděla Česká národní banka uvolněnou monetární politiku (viz graf č. 2). Růst inflačních očekávání a prognózy naznačující zrychlující inflaci stály za zvyšováním úrokových sazeb v roce 2004. Přestože v roce následujícím došlo ke snižování úrokových sazeb, od konce roku 2005 byla úroková politika centrální banky opět restriktivní. Příčinou byl zejména gradující ekonomický růst doma i v zahraničí a z toho pramenící sílící proinflační tlaky. V roce 2008 došlo ke znatelnému růstu světových cen energetických surovin. Tento potenciální proinflační faktor však byl zcela vykompenzován posilujícím kurzem české koruny. Zároveň se rok 2008 nesl ve znamení nastupující finanční krize a zpomalení růstu jak v české ekonomice, tak v zahraničí. V reakci na to a v souladu s prognózou, Česká národní banka již od počátku roku snižovala úrokové sazby a uvolněnou úrokovou politiku provádí až do současnosti.

Graf č. 2: Vývoj změn 2-týdenní repo sazby (ČNB) a sazby na hlavní refinanční operace (ECB)



Zdroj: Změny nastavení základních měnověpolitických nástrojů od roku 1993. ČNB. Key ECB Interest Rates–Data. European Central Bank

Po větší část sledovaného období ČNB buď úrokové sazby neměnila, nebo je snižovala (viz tabulka č. 2). Celkové měnové podmínky v České republice však byly ovlivněny i vývojem měnového kurzu. Až na výjimky tak česká měna během celého sledovaného období posilovala a působila tak protiinflačně. K obzvlášť prudkému posílení koruny došlo v roce 2008. Toto bezprecedentní posílení jejího kurzu však nebylo podloženo vývojem reálných ekonomických fundamentů, ani úrokového diferenciálu. Obecně tak můžeme konstatovat, že vývoj měnového kurzu zpřísňoval měnové podmínky zemi. Monetární politika tak celkově byla spíše neutrální.

Tabulka č. 2: Přehled změn výše 2-týdenní repo sazby (ČNB)

datum	sazba v %		Datum	sazba v %		datum	sazba v %	
2001			2004			31.8.	3,25	↑
23.2.	5,00	↓	25.6.	2,25	↑	30.11.	3,50	↑
27.7.	5,25	↑	27.8.	2,50	↑	2008		
30.11.	4,75	↓	2005			8.2.	3,75	↑
2002			28.1.	2,25	↓	8.8.	3,5	↓
22.1.	4,50	↓	1.4.	2,00	↓	7.11.	2,75	↓
1.2.	4,25	↓	29.4.	1,75	↓	18.12.	2,25	↓
26.4.	3,75	↓	31.10.	2,00	↑	2009		
26.7.	3,00	↓	2006			6.2.	1,75	↓
1.11.	2,75	↓	28.7.	2,25	↑	11.5.	1,5	↓
2003			29.9.	2,50	↑	7.8.	1,25	↓
31.1.	2,50	↓	2007			17.12.	1,00	↓
26.6.	2,25	↓	1.6.	2,75	↑			
1.8.	2,00	↓	27.7.	3,00	↑			

Poznámka: v roce 2000 nedošlo ke změně nastavení výše 2-týdenní repo sazby.

Zdroj: Změny nastavení základních měnověpolitických nástrojů od roku 1993. ČNB

Rakousko

Pro zhodnocení vývoje úrokové politiky Evropské centrální banky jsme zvolili sazbu na hlavní refinanční operace, která se svojí výší pohybuje mezi marginální zápůjční facilitou a depozitní facilitou. Vzhledem k charakteru operací, ke kterým slouží, ji navíc můžeme považovat za období repo sazby ČNB.¹¹

V průběhu roku 2000 Evropská centrální banka zvyšovala úrokové sazby, které tak v průběhu roku narostly o 1,75 p. b. (viz tabulka č. 3). Obrat přišel v první polovině roku 2001, a to zejména díky odeznění inflačních tlaků na přelomu let 2000 a 2001. Růst inflace v roce 2000, a tudíž zpřísnění měnových podmínek v eurozóně bylo dle Výroční zprávy ECB (2000) dáno zejména externími vlivy (růst světových cen surovin) a oslabováním eura vůči hlavním měnám. Období snižování úrokových sazeb trvalo v eurozóně až do konce roku 2005. V přibližně stejné době začala zvyšovat své úrokové sazby i Česká národní banka (viz graf č. 2). Důvodem růstu sazeb v letech 2005 až 2008 byla řada proinflačních faktorů, ohrožujících cenovou stabilitu. Tyto faktory byly jak externí – růst světových cen energetických surovin, tak i interní – pramenící z rychlého růstu řady ekonomik eurozóny (tlaky na růst mezd).

Tabulka č. 3: Přehled změn výše sazby na hlavní refinanční operace (ECB)

datum	sazba v %		Datum	sazba v %		Datum	sazba v %	
2000			2002			2007		
4.2.	3,25	↑	6.12.	2,75	↓	14.3.	3,75	↑
17.3.	3,5	↑	2003			13.6.	4,0	↑
28.4.	3,75	↑	7.3.	2,5	↓	2008		
9.6.	4,25	↑	6.6.	2,0	↓	9.7.	4,25	↑
1.9.	4,5	↑	2005			15.10.	3,75	↓
6.10.	4,75	↑	6.12.	2,25	↑	12.11.	3,25	↓
2001			2006			10.12.	2,5	↓
11.5.	4,5	↓	8.3.	2,5	↑	2009		
31.8.	4,25	↓	15.6.	2,75	↑	21.1.	2,0	↓
18.9.	3,75	↓	9.8.	3,0	↑	11.3.	1,5	↓
9.11.	3,25	↓	11.10.	3,25	↑	8.4.	1,25	↓
			13.12.	3,50	↑	13.5.	1,0	↓

Poznámka: v roce 2004 nedošlo ke změně nastavení sazby na hlavní refinanční operace.

¹¹ Obě sazby jsou používány k operacím na volném trhu. V případě repo sazby jsou operace prováděny se splatností dvou týdnů. ECB využívá sazbu na hlavní refinanční operace na operace se splatností jednotýdenní.

Zdroj: Key ECB Interest Rates–Data. European Central Bank

Od poloviny roku 2008 Evropská centrální banka snižuje úrokové sazby, a to až do současnosti. Důvodem bylo zpomalení ekonomického růstu a celosvětová finanční krize. V roce 2008 navíc ECB snížila rozpětí mezi depozitní facilitou a marginální zápůjční facilitou tím, že tyto sazby klesaly rychleji než sazba na hlavní refinanční operace. Příčinou byla snaha ECB poskytnout větší likviditu bankám skrze rychlejší pokles těchto jednodenních sazeb (Výroční zpráva ECB, 2008).

Na počátku své existence jednotná evropská měna euro oslabovala vůči dolaru a působila tak spíše proinflačně. Tento trend se změnil v roce 2002, kdy euro začalo vůči dolaru posilovat. S mírným zakolísáním na konci roku 2005 pokračoval posilující trend vůči dolaru až do konce roku 2008. Po toto období působilo euro spíše protiinflačně a jeho pohyb tak částečně snižoval rostoucí ceny světových energetických surovin. V druhé polovině roku 2008 euro vůči dolaru poměrně výrazně oslabilo, ale od té doby pokračuje v mírně posilujícím trendu vůči dolaru.

Celkově tak můžeme monetární politiku ECB v průběhu sledovaného období považovat rovněž za spíše neutrální ve vztahu k ekonomickému růstu.

5. HODNOCENÍ MONETÁRNÍ POLITIKY

Nyní se budeme věnovat hodnocení monetární politiky, a to z pohledu následujících dvou kritérií:

- plnění inflačního cíle;
- predikovatelnosti opatření jednotlivých centrálních bank.

5.1. Plnění inflačního cíle

Během sledovaného období Česká národní banka svůj cíl často neplnila. Jak shrnuje níže uvedená tabulka č. 4, ČNB svůj inflační cíl splnila v letech 2001, 2004, 2006 a 2007. Vyjma roku 2008, kdy došlo k jednorázovému cenovému šoku, byl cíl podstřelován. Samotná ČNB nesplnění cíle vysvětluje vychýlením skutečného inflačního vývoje od zpracovávaných prognóz a taktéž nepodchycením řady externích vlivů. Jak vyplývá z Výročních zpráv ČNB, faktorem, který se podepsal na tomto výsledku byly rovněž chybné odhady o mezeře výstupu. Přestože jsme si vědomi složitosti podchycení řady faktorů do prognóz (zejména externích vlivů), nemělo by být nesplnění stanoveného cíle ospravedlňováno pouze tímto nedostatkem. Neplnění inflačního cíle či jeho plnění na spodní hranici povoleného pásma nás může vést k domněnce o spíše přísnější monetární politice. Jak vyplývá z tabulky č. 4, na druhé straně se ČNB daří v české ekonomice udržovat stabilní a nízkoinflační prostředí.

Tabulka č. 4: Plnění inflačního cíle

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Česká republika										
míra inflace	3,0	2,4	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0
plnění cíle	ne	ano	ne	ne	ano	ne	ano	ano	ne	ne
Rakousko (eurozóna)										
míra inflace eurozóna	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3
míra inflace Rakousko	2	2,3	1,7	1,3	2	2,1	1,7	2,2	3,2	0,4
plnění cíle	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ano

Poznámka: míra inflace v Rakousku je vyjádřena ukazatelem Harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP). Míra inflace v ČR je v letech 2000 a 2001 uvedena v čisté inflaci a od roku 2002 pomocí celkové inflace.

Zdroj: HICP – All Items – Annual Average Inflation Rate. Eurostat. Míra inflace. Český statistický úřad

Evropská centrální banka rovněž nebyla příliš úspěšná při plnění svého cíle. Při exaktním posuzování můžeme říci, že cíl byl splněn v roce 2009, v ostatních letech však nikoliv (viz tabulka č. 4). Narozdíl od ČNB však ECB svůj cíl přestřelovala, i když ve většině případů o pár desetín procentního bodu. Evropská centrální banka zdůrazňuje, že i přes neplnění cíle se jí daří udržet střednědobá a dlouhodobá inflační očekávání blízko cílované hodnoty inflace. Tyto úvahy jsou sice logicky správné, nicméně opět je nemůžeme považovat za argument ospravedlňující neplnění cíle. Právě schopnost centrální banky plnit svůj stanovený cíl je tím, co v delším časovém horizontu ovlivňuje inflační očekávání ekonomických subjektů.

Jak jsme již uvedli dříve, Evropská centrální banka je odpovědná za stabilitu cen celé eurozóny. Cenový vývoj v Rakousku se však může od průměru za celou eurozónu lišit, proto se podíváme i na vývoj indexu HICP v Rakousku. Výše uvedená tabulka č. 4 obsahuje i index HICP pro sledované období v Rakousku. Téměř ve všech letech se inflace v Rakousku od inflace naměřené pro celou eurozónu lišila jen mírně. Výjimku tvořily roky 2002, 2003 a 2006. V těchto třech letech byla inflace v Rakousku nižší o 0,5 až 0,8 p. b. v porovnání s eurozónou. Neznamená to však, že by úrokové sazby ECB byly pro Rakousko příliš vysoké. Spíše na tuto informaci můžeme pohlížet zjednodušeně tak, že pro rakouskou ekonomiku ECB svůj cíl v těchto letech plnila. Monetární politika ECB vytváří v této zemi stabilní nízkoinflační prostředí a tudíž předpoklady pro ekonomický růst.

5.2. Predikovatelnost opatření centrální banky

„Predikovatelnost monetární politiky spočívá ve schopnosti ekonomických subjektů anticipovat opatření realizovaných centrální bankou. Transparentní politika ze strany centrální banky tak vytváří příznivé prostředí pro ekonomický růst a zároveň usnadňuje rozhodování ekonomických subjektů o alokaci zdrojů. Na druhé straně, při špatné predikovatelnosti se může samotná monetární politika stát zdrojem poruch a šoků v hospodářství“ (Černíková, 2009).

Abychom zhodnotili to, do jaké míry jsou opatření jednotlivých centrálních bank ekonomickými subjekty predikovatelná, použijeme metodologii Bernhardsena a Kloster (2002). Ta spočívá v porovnání výše změny krátkodobé úrokové sazby příslušnou centrální bankou se úrokové sazby na mezibankovním trhu. Autoři předpokládají, že pokud je monetární politika anticipována ekonomickými subjekty, pak je změna úrokové sazby centrální banky již zahrnuta v aktuální výši tržní úrokové sazby (na mezibankovním trhu). Míru, v jaké bylo rozhodnutí o změně výše úrokové sazby centrální bankou anticipováno, budeme posuzovat podle výše rozdílu tržní úrokové sazby den před a den po jednání příslušného orgánu centrální banky, který o výši sazeb rozhoduje. Čím je takto získaný rozdíl menší, tím více byla změna úrokových sazeb ekonomickými subjekty očekávána. Autoři doporučují zvolit za tržní úrokovou sazbu takovou sazbu, která nejlépe odráží četnost setkání orgánu banky, který rozhoduje o výši úrokových sazeb.

Změnu příslušné sazby centrální bankou budeme považovat za očekávanou, pokud následná korekce výše tržní sazby nebude vyšší než 25 % změny sazby centrální banky. Následnou změnu tržní sazby nad 75 % hodnoty změny sazby centrální banky budeme považovat za neočekávanou. Částečně očekávaná bude změna tržní sazby v rozsahu 26–74 %.

Česká republika

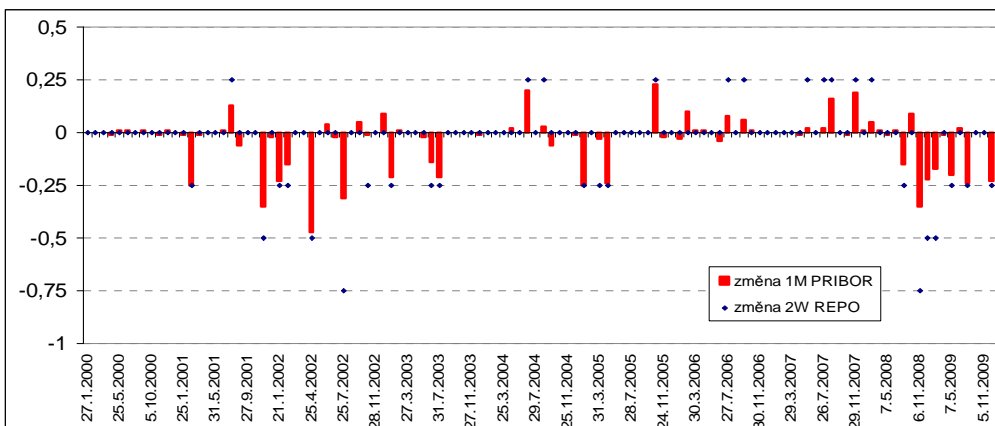
Bankovní rada České národní banky se schází přibližně jedenkrát za měsíc. Z tohoto důvodu jsme za tržní úrokovou sazbu zvolili jednoměsíční sazbu PRIBOR, kterou budeme porovnávat s dvoutýdenní repo sazbou.

Během námi sledovaného období změnila Česká národní banka výši úrokových sazeb celkem jednatřicetkrát. Podle námi stanovených kritérií pouze sedm změn můžeme považovat za očekávané. Celkem třináct změn bylo neočekávaných a jedenáct změn ekonomické subjekty očekávaly částečně.

Níže uvedený graf znázorňuje, které změny 2T repo sazby byly ekonomickými subjekty očekávány a tudíž byly dopředu zahrnuty do výše 1M PRIBOR sazby a které nikoliv. Čím větší změnu 1M PRIBOR sazby v grafu vidíme, tím méně byla změna 2T repo sazby očekávána. V takovém případě došlo k přizpůsobení 1M PRIBOR sazby až po

jednání bankovní rady ČNB. Na druhé straně, pokud ekonomické subjekty očekávaly změnu 2T repo sazby, přizpůsobení 1M PRIBOR sazby bylo minimální – jako např. v květnu a červenci roku 2007.

Graf č. 3: Změny 2W repo sazby a 1M PRIBOR den před a den po jednání bankovní rady ČNB (v %)



Poznámka: vlastní výpočet.

Zdroj: Fixing úrokových sazeb na mezibankovním trhu depozit – PRIBOR. Změny nastavení základních měnověpolitických nástrojů od roku 1993. ČNB

Jak vidíme na grafu č. 3, větší část rozhodnutí o změně výše úrokových sazeb byla finančními trhy alespoň částečně anticipována. K významným korekcím ve výši 1M PRIBOR sazby po změně 2T repo sazby docházelo zejména v letech 2005 a 2009, kdy ekonomické subjekty změnu úrokových sazeb téměř vůbec neočekávaly. Následně tak došlo k plné korekci 1M PRIBOR sazby. Na druhé straně, v únoru 2006 byla situace odlišná. 1M PRIBOR sazba začala klesat již před zasedáním bankovní rady ČNB, ta však úrokové sazby nezměnila. Ekonomické subjekty očekávaly pokles výše repo sazby, k tomu nedošlo a tudíž následovala korekce tržní sazby směrem nahoru.

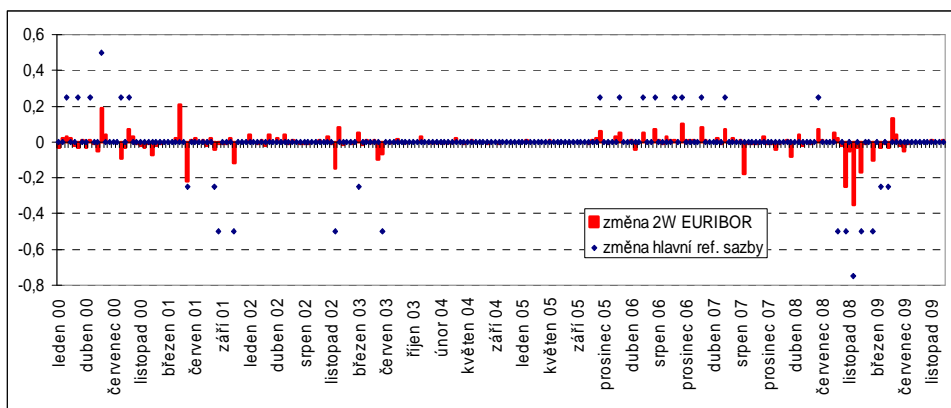
Vyjma roku 2009 jsme mohli v posledních letech sledovaného období sledovat mírný růst očekávanosti změn 2T repo sazby ekonomickými subjekty. Pokud je rok 2009 v tomto směru výjimečný, finanční trhy mohla v tomto období ovlivnit nejistota spojená s finanční krizí, pak můžeme růst predikovatelnosti monetární politiky ČNB považovat za jednoznačně pozitivní s ohledem na ekonomický růst. Z výše uvedeného grafu rovněž plyne, že ekonomické subjekty lépe očekávaly menší změny repo sazby, v řádu 0,25 p. b. Jakmile ČNB provedla razantnější změnu sazeb, došlo k výraznějšímu následujícímu přizpůsobení tržní sazby. Ekonomické subjekty tak pravděpodobně ČNB nevěří razantnější změny úrokových sazeb.

Rakousko

Orgánem, který v Evropské centrální bance rozhoduje o měnověpolitických opatřeních, je Řídící Rada. Ta se schází dvakrát měsíčně. Jak uvádí ECB, Řídící rada bude „zpravidla hodnotit orientaci měnové politiky ECB pouze na prvním zasedání v měsíci“, s tím že „je zřejmé, že pokud to bude situace vyžadovat, může Řídící rada rozhodnout o změně základních úrokových sazeb ECB kdykoliv, bez ohledu na předem naplánovaná zasedání.“ Vzhledem k tomu, že v námi sledovaném období docházelo ke změnám výše úrokových sazeb i na druhém zasedání, zvolili jsme za tržní sazbu dvoutýdenní EURIBOR. Změny této sazby budeme porovnávat se změnami sazby na hlavní refinanční operace.

Během sledovaného období Evropská centrální banka provedla celkem devětadvacet změn nastavení výše úrokových sazeb, čili přibližně stejný počet jako Česká národní banka. Více než polovinu, tj. šestnáct změn, můžeme považovat za plně anticipované finančními trhy. Celkem dvanáct změn bylo trhy očekáváno částečně a pouze jedna změna byla neočekávaná. K této neočekávané změně došlo v květnu 2001, kdy ECB snížila sazbu na hlavní refinanční operace o 0,25 p. b. Finanční trhy očekávaly pokles sazby již o měsíc dopředu, tehdy však ECB jejich výši nezměnila a následně došlo k růstu sazby EURIBOR (viz graf č. 4). Zpřísnění monetární politiky očekávaly finanční trhy v září roku 2007, k tomu pak nedošlo a proto následovala korekce tržní 2W EURIBOR sazby směrem dolů.

Graf č. 4: Změny hlavní refinanční sazby a 2W EURIBOR den před a den po jednání Řídící rady ECB (v %)



Poznámka: vzhledem k nedostupnosti údajů pro sazbu 2W EURIBOR, pro roky 2000 a 2001 byla použita sazba 1M EURIBOR. Vlastní výpočty.

Zdroj: EURIBOR Historical Data: 2000–2009

Graf č. 4: potvrzuje, že po zasedání Řídící rady ECB docházelo pouze k malým korekcím ve výši 1M EURIBOR sazby a tudíž můžeme konstatovat, že ekonomické subjekty poměrně dobře predikují opatření

Evropské centrální banky. Lépe, než je tomu v případě rozhodnutí České národní banky. Pokud se podíváme na údaje z přelomu roku 2008 a 2009 vidíme mírné zhoršení v predikovatelnosti politiky ECB, obdobně jako tomu bylo pro ČNB. Tento výsledek je však pravděpodobně spíše důsledkem nedůvěry a rozkolísanosti finančních trhů v důsledku finanční krize.

Komparace

Z našich výsledků vyplynulo, že větší část rozhodnutí ČNB o změně úrokových sazeb nebyla ekonomickými subjekty očekávána vůbec či jen částečně. Finanční trhy dokázaly poměrně dobře odhadnout, kdy ke změně sazeb dojde, nicméně výši změny sazby již anticipovat převážně nedokázaly. Za pozitivní s ohledem na ekonomický růst můžeme považovat růst predikovatelnosti monetární politiky v posledních letech (vyjma uplynulého roku). Na druhé straně, opatření Evropské centrální banky byla ekonomickými subjekty velice dobře očekávána, podstatně lépe než v případě opatření ČNB (viz tabulka č. 5). Pouze v jediném případě se ECB „podařilo“ trhy oklamat, ve všech ostatních případech byla její měnově-politická opatření alespoň částečně předpokládána.

Tabulka č. 5: Míra predikovatelnosti opatření jednotlivých centrálních bank (v %)

charakter změny úrokové sazby	Česká národní banka	Evropská centrální banka
očekávaná	23	55
částečně očekávaná	35	41
neočekávaná	42	3
celkem	100	100

Zdroj: vlastní zpracování

6. ZÁVĚR

V práci jsme se zabývali porovnáním monetární politiky v České republice a Rakousku během období 2000–2009. Snažili jsme se klást důraz na zkoumání možného vlivu této politiky na ekonomický růst ve dvou zmíněných zemích.

Monetární politiku v České republice provádí Česká národní banka. Monetární vývoj Rakouska jakožto členské země eurozóny je plně v kompetenci Evropské centrální banky. Obě centrální banky mají shodně stanovený cíl v podobě stability cenové hladiny. Obě centrální banky svůj cíl kvantifikují v mírně odlišné výši.

Monetární režim pro provádění monetární politiky mají centrální banky odlišný. V případě České národní banky se jedná o cílování inflace s explicitně stanoveným cílem. Režim monetární politiky ECB se nedá ztotožnit s režimem cílování inflace. Je to režim založený na kvantifikaci cíle a dvoupilířovém systému analýz rizik cenové stability.

Režim monetární politiky ECB je předmětem řady kritik, zaměřujících se zejména na jeho nejednoznačnost. Obecně tak můžeme monetární režim ČNB považovat za pevnější a srozumitelnější režim než v případě ECB.

Česká národní banka a Evropská centrální banka využívají obecně shodné nástroje pro provádění monetární politiky. Obecně se tak institucionální rámec prováděné monetární politiky v ČR mírně přibližuje monetární politice ECB.

Během námi sledovaného období Česká národní banka často neplnila svůj cíl. Často docházelo zejména k jeho podstřelování. Evropská centrální banka při plnění svého cíle, který převážně přestřelovala o pět desetin procentního bodu, taktéž nebyla příliš úspěšná. Pokud bychom se dívali na vývoj míry inflace přímo v Rakousku, pak v tomto případě byla ECB převážně úspěšná.

Naše výsledky, že větší část rozhodnutí ČNB o změně úrokových sazeb nebyla ekonomickými subjekty očekávána vůbec či jen částečně. Finanční trhy dokázaly poměrně dobře odhadnout, kdy ke změně sazeb dojde, nicméně výši změny sazby již anticipovat převážně nedokázaly. Za pozitivní s ohledem na ekonomický růst můžeme považovat růst predikovatelnosti monetární politiky v posledních letech (vyjma uplynulého roku). Na druhé straně opatření Evropské centrální banky byla ekonomickými subjekty velice dobře očekávána, podstatně lépe než v případě opatření ČNB. Pouze v jediném případě se ECB „podařilo“ trhy oklamat, ve všech ostatních případech byla její měnověpolitická opatření alespoň částečně předpokládána. Měnovou politiku ECB tak považujeme za transparentnější.

Použitá literatura

10 let cílování inflace 1998–2007. Česká národní banka. 2008. Dostupné na: http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/10_let_inflacni_cileni_cz.pdf.

BAILIU, J. – LAFRANCE, R. – PERRAULT, J. (2002): Does Exchange Rate Policy Matter for Growth? Working Paper 2002 – 17. Bank of Canada, 2001. ISSN 1192-5434.

BARRO, R. J. (1995): Inflation and Economic Growth. NBER Working Paper Series Nr. 5326. National Bureau of Economic Research. 1995.

BERNHARDESEN, T. – KLOSTER, A. (2002): Transparency and Predictability in Monetary Policy. Economic Bulletin no. 2, Norges Bank.

ČERNÍKOVÁ, P. (2008): Vliv monetární politiky na ekonomický růst u vybraných zemí. Working paper 07/2008. Centrum výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky. 2008. Dostupné na:

<http://is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2008-07.pdf>.

ČERNÍKOVÁ, P. (2009): Monetární politika. In Ekonomické prostředí a konkurenceschopnost. Centrum výzkumu a konkurenční schopnosti české ekonomiky. 2009. ISBN 978-80-210-5056-3.

ČNB (1999): Cílování inflace v ČR. Česká národní banka. Dostupné na: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html. <citováno dne 01-08-2010>.

ECB: Macroeconomic Projections. Dostupné na: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/ecana/html/index.en.html>. <citováno dne 24-04-2010>.

EU a mezinárodní vztahy. Česká národní banka. Dostupné na: http://www.cnb.cz/cs/mezinarodni_vztahy/ecb_escb/. <citováno dne 24-04-2010>.

Euro Foreign Exchange Reference Rates. European Central Bank – Statistics. Dostupné na: <http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>. <citováno dne 24-04-2010>.

FILÁČEK, J. (2004): Role očekávání v měnové politice. FSV UK (Praha): Disertační práce. 2004.

Fixing úrokových sazeb na mezibankovním trhu depozit – PRIBOR. Česká národní banka. 2008. Dostupné na: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/denni.jsp. <citováno dne 25-4-2010>.

Key ECB Interest Rates–Data. European Central Bank. Dostupné na: <http://www.ecb.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>. <citováno dne 18-04-2010>.

Měnová politika. ČNB. URL: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/.

Měnové podmínky. Česká národní banka. Duben 2004. Dostupné na: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2004/2004_duben/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_04_duben_b.html.

Míra inflace. Český statistický úřad. Dostupné na: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace.

Reálný efektivní kurz koruny, deflovaný cenovými indexy. Databáze časových řad ARAD. Česká národní banka. Dostupné na: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_cSest=1365&p_uka=1%2C2%2C3%2C4&p_in d=ECCAA&p_od=199801&p_do=200903&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C.

SAREL, M. (1996): "Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth" IMF Staff Papers. International Monetary Fund. Vol. 43 (March), pp. 199–215.

Schedules for the meetings of the Governing Council and General Council of the ECB and related press conferences in 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009. Evropská centrální banka. Dostupné na: <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/index.en.html>. <citováno dne 25-04-2010>.

Selected Economic Indicators. EBRD. Dostupné na: <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/index.htm>.

Stanovení inflačního cíle pro období 2002 – 2005. ČNB. Dostupné na: http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/inflacni_cil_2002_05.pdf.

Výroční zprávy 2000 – 2008. Česká národní banka. Dostupné na: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/index.html.

Změny nastavení základních měnověpolitických nástrojů od roku 1993. Česká národní banka. Dostupné na: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#historie. <citováno dne 16-04-2010>.

Zprávy o inflaci I/2000 – I/2009. Česká národní banka. Dostupné na: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/.