

Transmisní mechanismus měnové politiky na počátku 3. tisíciletí

Kateřina ŠMÍDKOVÁ*

1. Tři výzvy k novým úvahám o transmisním mechanismu

Poslední dekáda přinesla pro ekonomy věnující se transmisnímu mechanismu měnové politiky¹ tři výrazné výzvy k novým úvahám. Strategie, které centrální banky používaly k dosahování konečného cíle měnové politiky, se změnily. Došlo ke zvýšení důrazu na explicitní vyjádření konečného cíle a ke sjednocení pohledu na používání operačních nástrojů měnové politiky. Tak vykrytalizoval počáteční a koncový bod transmisního mechanismu. Druhou výzvou se staly rozdíly v průběhu měnových a finančních krizí mezi rozvinutými a rozvíjejícími se ekonomikami,² které prohloubily diskuzi o odlišnostech transmisních mechanismů jednotlivých ekonomik. Za třetí se objevila nepřehlédnutelná výzva v podobě vzniku Evropské měnové unie (EMU), jež si vynutila sérii analýz asymetrických dopadů jednotné měnové politiky na jednotlivé členské země měnové unie.

Tyto tři výzvy napomohly posunout úvahy o transmisním mechanismu v několika směrech. Došlo k jasnějšímu vymezení tří fází transmise. Zároveň se do centra pozornosti dostaly ty transmisní kanály, které původně nebyly v klasických statích zdůrazňovány. V průběhu finančních krizí se prohloubila role kanálu cen aktiv, což vedlo k otevření diskuze, zda by centrální banky neměly rozšířit cenový index, který cíluje, i o ceny aktiv. Nejdynamičtěji se rozvíjející strategie měnové politiky – cílování inflace – zohlednila významnou roli inflačních očekávání v transmisním mechanismu zaváděním explicitních cílů pro inflaci. Rozdílný vliv jednotlivých transmisních kanálů v různých zemích se stal zřetelnějším a s ním i potřeba opatrnosti při zobecňování poznatků o transmisním mechanismu jedné

* Česká národní banka, Praha (katerina.smidkova@cnb.cz)

Názory vyjádřené v tomto článku jsou názory autorky a nepředstavují názory České národní banky. Poděkování za připomínky a komentáře patří Richardu Agenorovi, Oldřichu Dědkovi, Tomáši Holubovi a oběma anonymním recenzentům redakce čas. Finance a úvěr.

¹ Pro stručnost je transmisní mechanismus měnové politiky dále v tomto článku označován jako *transmisní mechanismus* a jednotlivé kanály transmisního mechanismu měnové politiky jako *transmisní kanály*.

² Skupina rozvíjejících se ekonomik označuje v tomto článku relativně širokou kategorii zemí, které mají středně vysoké příjmy (HDP na hlavu) a vykazují tendenci přibližovat se k ekonomikám rozvinutým. Patří sem především tranzitivní ekonomiky a země regionů Jižní Ameriky či východní Asie.

ekonomiky pro více zemí. Ukazuje se, že dokonce i uvnitř EMU má transmisní mechanismus v jednotlivých národních ekonomikách velmi odlišnou dynamiku a sílu.

Tento článek se pokouší utřídit poznatky soudobé literatury, která reaguje na zmíněné výzvy, do systematického přehledu a specifikovat teoretická východiska úvah o transmisním mechanismu měnové politiky, jeho jednotlivé fáze a transmisní kanály a ilustrovat nejzajímavější problémy s využitím výsledků mezinárodních empirických studií. Ve druhé části je dán do souvislosti vývoj strategií měnové politiky s vývojem názorů na transmisní mechanismus. Ve třetí části je věnována detailnější pozornost klasifikaci transmisních kanálů. Čtvrtá část shrnuje mezinárodní srovnání faktorů, které především způsobují rozdílnosti v transmisním mechanismu měnové politiky jednotlivých ekonomik. Pátá část je věnována problémům, kterým čelí v oblasti transmisního mechanismu rozvíjející se ekonomiky.

2. Strategie měnové politiky a transmisní mechanismus

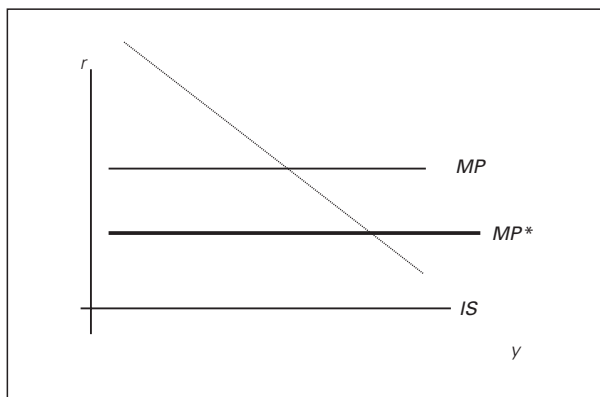
Z posledních studií zaměřených na strategie centrálních bank³ je zřetelná krystalizace počátečního a koncového bodu transmisního mechanismu. Většina centrálních bank považuje za svůj konečný cíl cenovou nebo měnovou stabilitu. Standardní centrální banka samozřejmě nedokáže zajistit tento cíl přímo, protože se pohybuje v tržním prostředí a nereguluje vývoj cenové hladiny administrativním způsobem. Jediným pro ni dostupným operačním nástrojem jsou základní měnověpolitické úrokové sazby většinou s týdenní nebo dvoutýdenní splatností, na které je napojen krátký konec tržní výnosové křivky. Velkou vzdálenost mezi operačním nástrojem a konečným cílem překonávají centrální banky ve třech fázích. Řada centrálních bank přitom posiluje účinnost měnové politiky zavedením explicitního cíle pro cílovanou veličinu, takže číselně vyjádřený konečný cíl plní roli aktivního nástroje měnové politiky.

Při popisu první fáze transmisního mechanismu⁴ se můžeme opřít o odborný konsenzus. Centrální banka pomocí základních sazeb ovlivňuje tržní úrokové sazby na krátkém konci výnosové křivky a také – pokud se v ekonomice vyskytují nominální rigidity – reálné sazby v ekonomice. Zároveň používá explicitní cíl pro ukotvení očekávání v ekonomice. Zastavme se krátce u faktu, že tento pohled znamená malou „revoluci“ v učebnicích makroekonomie. Původně totiž v učebnicových modelech *IS-LM* ovlivňovala centrální banka ekonomiku pomocí změn objemu peněžní zásoby. Následně byla rovnováha na peněžním trhu dosažena novou kombinací reálných sazeb a produktu. Teorie sice zohledňovala realitu pouze pomalu, přesto již (naštěstí) v soudobých modelech není nástroj měnové

³ Popis historického vývoje strategií měnových politik a také výsledky unikátního průzkumu CCBS na téma volby strategie, cílů a nástrojů měnové politiky lze nalézt ve studii (Mahadeva – Sterne, 2000).

⁴ Tři fáze transmisního mechanismu jsou popsány například ve studii (van Els – Locarno – Morgan – Villetelle, 2001).

GRAF 1 Zmizení křivky *LM* z učebnic



poznámka: Křivka *MP* ukazuje, která hladina úrokové sazby (r) je asociována s inflačním cílem. Křivka *IS* zachycuje – stejně jako v klasických učebnicích – všechny rovnovážné kombinace úrokové sazby a růstu produktu (y) pro trh zboží. Křivka *MP** odráží novou rovnováhu, například v reakci na změnu preferencí ve vztahu k hodnotě inflačního cíle.

politiky reprezentován objemovou veličinou, ale měnovým pravidlem, které odvozuje změnu úrokových sazeb přímo od produkční mezery, hodnoty konečného cíle a prognózy cílované veličiny.⁵ Klasické modely *IS-LM* jsou na ústupu. Druhou výhodou soudobých modelů (graf 1) je, že nepotřebují explicitní předpoklad stability poptávky po penězích, který se dostal v 80. letech v důsledku vývoje měnových agregátů do rozporu s realitou.

Druhá fáze transmisního mechanismu je diskutována mnohem více než fáze první. Soudobá literatura nabízí řadu alternativních vysvětlení průběhu transmise založených na různých teoretických východiscích nebo na různém důrazu kladeném na jednotlivé transmisní kanály. Ve druhé fázi reaguje finanční sektor na nově nastavené krátkodobé sazby (nominální a reálné), dochází k interakci všech finančních veličin – včetně utváření dlouhého konce výnosové křivky a klientských sazeb⁶ – s reálnou ekonomikou a utváří se agregovaná poptávka a nabídka na trhu zboží. Souhrnnému přehledu teoretických východisek a jednotlivých transmisních kanálů je věnována třetí část. V poslední – třetí – fázi transmise je interakce agregované poptávky a nabídky na trhu zboží zohledněna v inflačním vývoji, který je pak porovnáván s konečným cílem měnové politiky. Shoda panuje v tom, že inflační vývoj je v podstatné míře určován mezerou mezi produktem taženým poptávkou a potenciálním produktem. Rozlišit v praxi druhou a třetí fázi transmise je obtížné, neboť ekonomické veličiny se navzájem ovlivňují ve složitém systému vazeb. Většina modelů zabývajících se měnovými pravidly zachycuje ale především první a třetí

⁵ Tuto „revoluci“ v učebnicích makroekonomie zachycuje článek (Romer, 2000).

⁶ Detailnější pohled na strukturu úrokové transmise lze nalézt například ve studii (Angeloni – Kashyap – Monom – Terlizzese, 2002). Problémy přenosu signálu mezi změnou základních sazeb a klientskými sazbami typické pro tranzitivní ekonomiky analyzuje například (Opiela, 1999).

fázi transmise. Druhá fáze je v modelech aproximována na vysoce agregované úrovni koeficientem citlivosti produktu k reálným sazbám a koeficientem citlivosti inflace k mezeře produktu⁷, což nutně vede k řadě zjednodušení; proto je užitečné mít rozlišení transmise na tři fáze stále na paměti.

Menší význam poptávky po penězích ve studiích transmisního mechanismu odráží pokles zájmu o cílování peněžní zásoby jako strategii měnové politiky. Tato paralela dobře ilustruje souvislost mezi volbou strategie měnové politiky a znalostmi o transmisi. Průběh transmise určuje, jakým způsobem dosahují centrální banky svého konečného cíle. Je-li některý transmisní kanál silný, je vhodným kandidátem na jeden z pilířů měnové strategie. Pokud je dříve významný transmisní kanál najednou přepisován jinými kanály, nastal čas se zamyslet nad modifikací pilířů strategie měnové politiky. Před třiceti lety používala naprostá většina centrálních bank cílování peněžní zásoby nebo režim pevného kurzu s omezenou konvertibilitou. Obě tyto strategie byly jednopilířové, jejich základním stavebním kamenem byl jediný transmisní kanál. Od 70. let 20. století prošly strategie měnové politiky poměrně dramatickým vývojem.

Během posledních třiceti let se počet centrálních bank používajících pevný kurz s omezenou konvertibilitou snížil o dvě třetiny. Obdobně stále méně zemí používá jako svou strategii cílování peněžní zásoby. Naproti tomu třikrát vzrostl počet centrálních bank spoléhajících se na pružnější strategii amerického typu, známou pod názvem „*just do it*“. Nejmodernější a nejrychleji se šířící strategií je cílování inflace, které je postupně zaváděno řadou centrálních bank v rozvinutých i rozvíjejících se ekonomikách. Cílování inflace a také pružnější strategie měnové politiky mají společný výrazný rys odvozený od soudobého pohledu na transmisní mechanismus, jenž je chápán jako dynamický proces mnoha dimenzí a měnící své charakteristiky v čase. Výhodou cílování inflace je využití explicitního inflačního cíle jako aktivního nástroje; to posiluje účinnost měnové politiky. Oba proudy moderních strategií jsou postavené na využití více transmisních kanálů a mohou – bez dramatické změny celého režimu – dokonce reagovat na to, jak se postupně váha a rychlost jednotlivých kanálů mění.

Především pro cílování inflace je typické, že prognóza inflace fungující jako mezicíl v sobě zahrnuje pravidelné vyhodnocování různých transmisních kanálů.⁸ V případě, že jeden transmisní kanál selže, prognóza stále ještě nemusí být příliš vychýlena od reality. To je nesporná výhoda oproti jednopilířovým strategiím. Vzpomeňme si na známý citát kanadského guvernéra, kterým vysvětloval změnu strategie měnové politiky: „Neopustili jsme M1, M1 opustil nás.“⁹ Cílování peněžní zásoby ztroskotalo na změně chování jediného transmisního kanálu. Kromě spoléhání se na více transmisních kanálů je druhým výrazným rysem moderních strategií měnové politiky používání explicitních cílů a důraz na transpa-

⁷ Příklady typických modelů nové třídy lze nalézt v knize (Tailor, 1999).

⁸ Za mezicíl měnové politiky v režimu cílování inflace označil inflační prognózu Svensson (1999).

⁹ Historii kanadské měnové politiky popisuje ve své přednášce (Thiessen, 2000).

renci měnověpolitického rozhodování.¹⁰ Explicitní kvantifikace hodnoty konečných cílů a aktivní budování jejich věrohodnosti pomocí zvýšené transparency přineslo centrálním bankám „dodatečný“ nástroj měnové politiky, kterým mohou přímo ovlivňovat kanál inflačních očekávání. Podle již zmíněného průzkumu CCBS používalo v roce 1990 z 97 dotazovaných centrálních bank explicitní cíl 57 %. V roce 1998 už to bylo 95 % dotazovaných centrálních bank, přitom 50 % vyhlásilo explicitní cíle přímo pro inflaci.

Zkoumáme-li, proč došlo k takovým změnám strategií měnových politik, analyzujeme druhou stranou mince problému změn v transmisním mechanismu. Rozvoj finančních trhů s sebou přinesl přechod od objemových nástrojů měnové politiky k nástrojům cenovým. Když už nebyla nástrojem měnové politiky měnová báze, začalo být obtížnější cílovat peněžní zásobu. Finanční inovace omezily platnost předpokladu stability poptávky po penězích. Rozšiřující se spektrum finančních aktiv oslabilo vazby mezi peněžní zásobou a reálnou ekonomikou.¹¹ Přechod většiny zemí na plnou konvertibilitu propojil národní finanční trhy a následný nárůst objemu mezinárodních kapitálových toků omezil možnosti centrálních bank zachovat v delším horizontu pevný kurz.¹² Navíc moderní komunikační a počítačové technologie zkrátily vzdálenosti mezi jednotlivými trhy a umožnily aktérům reagovat na impulzy z celého světa a na jejich základě formovat očekávání o domácím ekonomickém vývoji mnohem rychleji než dříve. To zvýšilo roli očekávání v transmisním mechanismu a rozšířilo množství indikátorů, které začaly být relevantní pro hodnocení domácího ekonomického vývoje.¹³ Dosahování konečného cíle pomocí jednoho zprostředkujícího cíle začalo být v tomto změněném prostředí příliš obtížné.

3. Klasifikace kanálů transmisního mechanismu měnové politiky

Druhá fáze transmisního mechanismu je v literatuře nejčastěji členěna do „kanálů“ měnové transmise. Jednotliví autoři rozčleňují tuto fázi různě a – aby bylo shrnutí celé diskuze pro nás ještě komplikovanější – jejich členění vycházejí ze tří různých teoretických východisek.

Podle *tradiční teorie* se změny v základních úrokových sazbách a následné změny v kurzu promítnou přímo a nepřímou do agregované poptávky. Rada empirických studií ovšem prokázala, že modely založené pouze na poptávkovém pohledu na úplně vysvětlení síly reakce, kterou ekonomiky některých zemí vykazují při změnách měnověpolitických nástrojů, nestačí. Jinými slovy: aby byla zcela vysvětlena účinnost měnové politiky, je třeba

¹⁰ O roli explicitních cílů a transparency pojednává například studie (Geraats, 2001).

¹¹ Ve své analýze (1995) Bowen uvádí, že právě toto selhání peněžních agregátů bylo impulzem ke vzniku cílování inflace ve Velké Británii.

¹² Analýzu obtíží kurzových režimů v rozvíjejícím se finančním prostředí poskytuje (Svensson, 1994).

¹³ V živé paměti je ještě rozšíření měnových turbulencí z Asie do celého segmentu rozvíjejících se trhů, které v roce 1997 zasáhlo i českou ekonomiku. Popis turbulencí a analýzu důvodů lze nalézt ve studii (Šmídková, 1998).

hledat doplňující pohledy na to, jakými mechanismy měnová politika svého konečného cíle dosahuje.

Podle **úvěrové teorie** hraje ve druhé fázi transmise specifickou roli neúplnost informací a její důsledky pro úvěrový trh. Vyšší úrokové sazby podle teorie neúplné informace zhoršují problém morálního hazardu a negativního výběru (*adverse selection*), neboť zvyšují pravděpodobnost, že si o úvěr požádá firma, která jej nehodlá splácet. To znamená, že při zvýšení sazeb dojde k většímu zpřísnění finančních podmínek, než by naznačovala pouze tradiční teorie, protože – kromě nižší poptávky po úvěrech ze strany klientů – dojde také ke zpomalení nabídky úvěrů ze strany bank. Komerční banky totiž vzhledem k vyšší pravděpodobnosti selhání posuzují své klienty opatrněji a snižují objem svých bilancí. Někteří autoři považují ve svých studiích vliv trhu úvěrů na ekonomiku za tak silný, že jej klasifikují jako samostatný transmisní kanál.¹⁴

Nabídková teorie je založena tom, že změna úrokových sazeb ovlivňuje přes toky hotovosti přímo nabídkovou stranu reálné ekonomiky. Vyšší nominální úrokové sazby přináší podnikům dodatečné náklady při nákupu vstupů výroby a faktorů produkce, protože omezují výši toků hotovosti při financování těchto nákupů pomocí úvěrů. Zvýšení nominálních sazeb má podle této teorie na reálnou ekonomiku podobný vliv jako negativní šok v produktivitě. Je-li ekonomika závislá na úvěrech i v oblasti financování mezd, může dojít v důsledku vyšších nominálních úroků k posunu křivky poptávky po pracovní síle směrem dolů. Nabídková teorie je proto používána při vysvětlení situací, kdy byl po zvýšení úrokových sazeb pozorován – oproti intuici poptávkového modelu – nárůst cen, kterým firmy dočasně kompenzovaly zhoršení svých hotovostních toků.

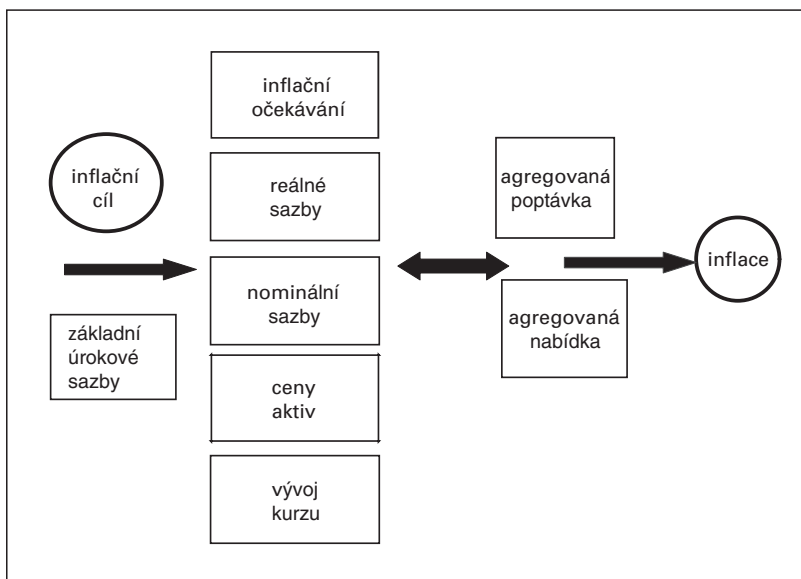
Soudobá literatura zdůrazňuje, že tato tři teoretická východiska – ač rozdílná – si spolu navzájem nekonkurují. Naopak, je třeba je chápat jako komplementární.¹⁵ Úvěrová a nabídková teorie objasňují, jaké mechanismy posilují tradiční transmisní mechanismus opírající se o poptávku a dodávají měnové politice větší sílu. Obě doplňující teorie vysvětlují, proč jsou dopady měnové politiky větší a perzistentnější, než by naznačovaly samotné poptávkové modely. Paralelní používání tří teorií znamená, že ve druhé fázi transmisního mechanismu je třeba počítat se simultánními reakcemi poptávky, nabídky a úvěrového trhu na změny měnověpolitických nástrojů. Účinnost měnové politiky se ve druhé fázi transmise odvozuje od úrovně fungování a vzájemné interakce pěti základních transmisních kanálů,¹⁶ které přenášejí impulzy vyslané měnovou politikou do reálné ekonomiky přes inflační očekávání, reálné úrokové sazby, nominální úrokové sazby, ceny finančních aktiv a kurz (*graf 2*).

¹⁴ Takto klasifikovaný transmisní kanál v sobě kombinuje vlastně dva kanály – úrokový a cen aktiv – s důrazem na nabídkovou stranu tvorby bilance bank, jak ukazuje například studie (Bernanke – Gertler, 1995).

¹⁵ To dokumentuje vyznění posledního velkého projektu ECB, jehož výsledky jsou shrnuty například ve studii (van Els – Locarno – Morgan – Villetelle, 2001).

¹⁶ Jednotlivé studie samozřejmě používají odlišnou klasifikaci. Například lze porovnat přístup ve studiích (van Els – Locarno – Morgan – Villetelle, 2001) a (Kamin – Turner – Van't dack, 1998). Za zmínku stojí, že zdůraznění kanálu inflačních očekávání se objevuje pouze v nejnovějších studiích.

GRAF 2 Transmisní kanály měnové politiky



poznámka: První fáze transmise popisuje primární dopad změn nástrojů měnové politiky (sazeb a cíle) na finanční sektor, resp. na celou ekonomiku. Druhá fáze transmise je zdůrazněna šedou plochou. Zde dochází k interakci mezi finančním sektorem a poptávkou a nabídkou na trhu zboží. Vlevo je znázorněno pět transmisních kanálů. Třetí fáze transmise zachycuje vazbu mezi reálnou ekonomikou a inflačním vývojem.

Inflační očekávání mohou být jedním z nejmocnějších a nejrychlejších transmisních kanálů. Zatímco ve většině modelových analýz měnové politiky znají ekonomické subjekty ztrátovou funkci centrální banky včetně hodnoty inflačního cíle, v reálném světě je tato informace pro ně nedostupná a záleží na věrohodnosti centrální banky, transparentci jejích rozhodnutí a charakteru ekonomických šoků, zda inflační očekávání pracují ve prospěch centrální banky nebo zda centrální banka musí proti nim bojovat. Pokud jsou inflační očekávání nestabilní – například v důsledku politické nestability nebo mezinárodní finanční krize –, nefungují jako stabilizátor ekonomického vývoje. V etapách zvýšení inflace pak dochází k akceleraci inflačních očekávání, která sama o sobě vede k dalšímu zrychlení inflace.¹⁷

Důležitým nástrojem ovlivňování inflačních očekávání je vyhlášení explicitního konečného cíle měnové politiky. Jak již bylo zmíněno, více než polovina centrálních bank používá nyní explicitní inflační cíl jako nástroj, kterým se snaží ukotvit inflační očekávání a zvýšit dostupnost informací o ztrátové funkci centrální banky. Je ale zřejmé, že samotné vyhlášení inflačního cíle je pouze prvním krokem. Veřejnost nezačne očekávat, že inflace bude totožná s hodnotou inflačního cíle, naprosto automaticky. Přesto je tento poměrně nový fenomén transmisního mechanismu třeba zdůraznit, protože centrální banka má vlastně ke snížení inflace k dispozici

¹⁷ Princip hyperinflace je popsán v klasickém článku (Cagan, 1956).

dva nástroje – může zvýšit tradičně zdůrazňovaný operační nástroj (základní úrokové sazby) anebo použít nástroj „nového“ typu a cílevědomě posilovat věrohodnost explicitního inflačního cíle.¹⁸

Jak kanál inflačních očekávání funguje? Řekněme, že centrální banka vyhlásí explicitní inflační cíl, jehož hodnota je nižší než momentálně pozorovaná hodnota inflace. Tím dojde ke změně očekávání veřejnosti; ta sice nemodifikuje svá očekávání zcela v souladu s oznámeným cílem, protože přece jen podezřívá centrální banku z inflačních překvapení, ale upraví svá očekávání o budoucí inflaci mírně směrem dolů. Jenom tato počáteční změna očekávání s sebou přináší zpřísnění měnových podmínek, protože – zůstanou-li ostatní veličiny nezměněny – dojde k nárůstu krátkodobých reálných sazeb *ex ante*. Navíc se projeví přímý dopad do cen, neboť v nízkoinflačním prostředí všechny ekonomické subjekty zvyšují ceny opatrněji než v ekonomice s vyšší inflací, aby unáhleným rozhodnutím nepodkopali konkurenceschopnost svých výrobků. Může samozřejmě dojít i k opačnému – nepříznivému – vývoji, kdy politická krize ohrozí věrohodnost inflačního cíle natolik, že inflační očekávání začnou rychle akcelarovat. V extrémním případě může být ekonomika postižena hyperinflací. Hyperinflace je velmi ilustrativní příklad situace, ve které kanál očekávání přepíše všechny transmisní kanály ostatní.

Nejtradičnějším transmisním kanálem jsou bezesporu **reálné úrokové sazby**, určující relativní cenu současné a budoucí spotřeby. Jsou-li reálné sazby zvýšeny, poklesne podle tradičního pohledu na transmisní mechanismus současná spotřeba a vzroste úspory. K tomuto substitučnímu efektu se navíc připojuje efekt zvýšení nákladů na pořízení kapitálu, který zpomalí investice. Současně s reálnými sazbami se totiž zvyšuje tzv. Tobinovo *q*, protože kapitálový trh reaguje na nárůst sazeb poklesem cen akcií. Na takto zbrzděném kapitálovém trhu lze nabídkou nových akcií získat na investice méně finančních prostředků. Navíc vyšší reálné sazby zvyšují problémy odvozené od neúplnosti informací. Banky jsou při přidělování úvěrů opatrnější, takže se i druhý alternativní zdroj pro financování nových investic stává hůře dostupným. Výrazné zpřísnění měnové politiky může být v takové situaci neočekávaně silně umocněno kontrakcí kapitálového trhu a smrštěním bilancí bank.

Nominální úrokové sazby jsou samostatným transmisním kanálem, který v jistých případech posiluje působení kanálu reálných sazeb, a tím vliv centrální banky na ekonomiku. Díky kanálu nominálních sazeb může mít centrální banka na ekonomiku vliv, i když reálné sazby zůstanou – po změně nominálních sazeb – na původní úrovni kvůli změně inflačních očekávání. Kanál nominálních sazeb pracuje přes efekt hotovostních toků a přes příjmový efekt. Nárůst nominálních sazeb zhoršuje hotovostní toky ekonomických subjektů, které jsou zatíženy (čistým) dluhem. Protože část hotovosti je odkrojena splácením zvýšené dluhové služby, je omezena schopnost těchto aktérů investovat či nakupovat vstupy a faktory produkce

¹⁸ Abychom použili příklad z české historie, uveďme, že věrohodnost inflačního cíle může být posílena dosažením konsenzu s vládou o způsobu stanovování inflačního cíle, jak popisuje například článek (Hrnčíř – Šmídková, 2000).

z vlastních zdrojů. Na druhé straně přispívá zvýšení nominálních sazeb k vylepšení nominálního příjmu těch ekonomických subjektů, které jsou držiteli (čistých) finančních aktiv vázaných na úrokové sazby. Čím vyšší je na finančních trzích podíl produktů s plovoucími sazbami, tím je tento efekt silnější. Protože efekt hotovostních toků působí proti efektu nominálního příjmu, je obtížné říci, jaký dopad má zvýšení nominálních sazeb na ekonomiku na agregované úrovni. Celkový efekt záleží na struktuře ekonomiky, resp. relativní důležitosti sektorů, které jsou držiteli čistých finančních aktiv či pasiv. Převládá-li v ekonomice vliv zadlužených ekonomických subjektů, je vliv měnové politiky na ekonomiku silnější než při zohlednění samotného kanálu reálných sazeb.

Je třeba si uvědomit, že strukturální dopad je významný v každém případě, i když je agregovaný efekt neutrální. Typickým příkladem sektorového dopadu změny nominálních sazeb je dopad na hospodaření veřejného sektoru, jenž je tradičním držitelem čistých pasiv. Deficit veřejného sektoru je svázán s výší nominálních úrokových sazeb a dluhová služba může zkonzumovat až několik procent HDP.¹⁹ V případě silně zadluženého státu může být tato přímá vazba mezi výší nominálních sazeb a fiskálního deficitu – v případě nutnosti možnost zpřísnit měnovou politiku – dokonce důvodem ke sporům mezi centrální bankou a vládou. Druhým typickým sektorem, který je přes kanál nominálních sazeb vždy zasazen zpřísněním měnové politiky přímo, jsou držitelé hypoték, kterým zvýšení nominálních sazeb ztíží financování provozu domácností. Financuje-li pomocí hypoték své bydlení značná část populace, je segment trhu s nemovitostmi na náhlé změny úrokových sazeb obzvláště citlivý.²⁰ Nebezpečná z pohledu působení kanálu nominálních sazeb jsou především období mezinárodních finančních turbulencí. Centrální banky musejí v takových obdobích bránit domácí měnu poměrně vysokými nominálními sazbami, které mohou – byť krátkodobě – významně ovlivnit hotovostní toky a nominální příjmy některých sektorů.²¹

Významnou součástí transmisního mechanismu je působení změn čistého jmění na chování ekonomických aktérů. Kanál *cen aktiv* k sobě znovu připoutal pozornost na počátku 90. let, kdy sílily obavy z dopadů splaskávání bublin na finančních trzích. Následná diskuze se zaměřila na problém, zda a jak má měnová politika na bubliny reagovat. Zvažováno bylo například zahrnutí cen aktiv do cílovaného cenového indexu.²² Kanál cen aktiv (někdy také označovaný jako kanál čistého jmění či kanál bohatství) mapuje, jaký má změna úrokové sazby vliv na relativní ceny jednotlivých finančních aktiv (vládní a podnikové obligace či akcie) a dalších nefinančních aktiv (ceny nemovitostí a komodit). Nárůst sazeb vyvolá většinou pokles cen

¹⁹ Rozsah dluhové služby jednotlivých zemí lze nalézt ve studiích MMF (*IMF Country Reports*).

²⁰ *Bank of England* například splátky hypoték vylučuje z cílovaného indexu, aby se vyhnula přímé reakci na skutečnost, že zvýšení nominálních sazeb způsobí okamžitý nárůst indexu spotřebitelských cen, neboť hypotéky tvoří významnou složku spotřebitelského koše britských domácností. Vysvětlení podávají průběžně její *Inflation Reports*.

²¹ Znovu se jako příklad nabízí zkušenost s českými měnovými turbulencemi popsány ve studii (Šmídková a kol., 1998).

²² Problematice dopadů bublin trhu aktiv na ekonomiku je věnována například studie (Bernanke – Gertler, 1999).

akcií, takže hodnota čistého jmění firem je nižší a to vede ke zhoršení bonity firem na trhu s úvěry. Obdobně může být ovlivněn sektor domácností, je-li jeho čisté jmění nezáporné. Na nižší ceny aktiv způsobené zvýšením sazeb reagují domácnosti snížením spotřeby, protože cítí, že jejich zajištění pro případ budoucího ekonomického šoku se zmenšilo. Kanál cen aktiv vede proto v případě zvýšení sazeb k posílení vlivu měnové politiky přes dodatečnou redukci spotřeby a investic.

Pohyb cen aktiv zasahuje nejvíce finanční sektor, protože ten čelí silnému multiplikačnímu efektu. Změny v čistém jmění finančních institucí se promítají do vývoje celé ekonomiky a jejich dopady se vracejí finančnímu sektoru zpět jako bumerang. Zkoumání anatomie finanční krize v rozvinuté ekonomice jasně dokumentuje, že multiplikační efekt nesmí být při měnověpolitickém rozhodování zanedbán.²³ Typickým impulzem finančních turbulencí bývá v rozvinutých ekonomikách propad cen akcií na kapitálovém trhu, který může vést banky k tak velkému zvýšení obezřetnosti při přidělování úvěrů, že způsobí v ekonomice výrazné zpomalení růstu. Následně se zhorší schopnost klientů splácet dříve přidělené úvěry a v portfoliu bank naroste podíl špatných úvěrů. Aby byly splněny podmínky kapitálové přiměřenosti, jsou banky nuceny dále zpomalit růst svých bilancí vybudováním dodatečných opravných rezerv. Je-li multiplikační efekt silný, může tato smyčka způsobit dokonce finanční krizi.

Je důležité si uvědomit, že impuls k propadu cen akcií (nebo jiných aktiv) může přijít naprosto nezávisle na opatřeních měnové politiky. Finanční turbulence může být vyvolána ztrátou věrohodnosti domácího kapitálového trhu po kolapsu jedné velké finanční instituce nebo všeobecnou nejistotou na mezinárodních finančních trzích. Také změna pravidel dohledu nad finančním sektorem může vyvolat masivní přizpůsobení bilancí finančního sektoru s následnými dopady do celé ekonomiky. Všechny tyto jevy musí měnová politika vyhodnocovat a reagovat na ně, aby kanál cen aktiv nepřepsal v průběhu transmise ostatní kanály a neohrozil plnění konečného cíle měnové politiky. Proto také diskuze o bublinách na trzích aktiv vyústila v úvahy o rozšíření cílovaných cenových indexů.

Poslední z pěti základních transmisních kanálů spadá vlastně také do oblasti cen aktiv, ale protože ovlivňuje celou ekonomiku, získal si výlučné postavení. Působení *kurzového kanálu* lze rozdělit do tří dimenzí. (1) Zhodnocení kurzu je nejprve promítnuto přímo do dovozních cen a následně do cen spotřebních. V krátkém horizontu mohou opatření měnové politiky ovlivňující kurz působit velmi rychle na segment obchodovatelných položek v cenovém indexu. (2) Zhodnocení kurzu ovlivňuje konkurenceschopnost domácí ekonomiky. Přispívá k relativnímu nárůstu cen domácích výrobků vzhledem k výrobkům zahraničním a ke zpomalení čistého exportu. (3) Kurz má dále vliv na finanční bilance všech ekonomických aktérů, kteří drží ve svých portfoliích zahraniční aktiva nebo pasiva, a jsou proto vystaveni kurzovému riziku. Zhodnocení kurzu vylepšuje bilance aktérů, v jejichž držení jsou čistá zahraniční pasiva, zatímco držitelé čistých

²³ Anatomii finanční krize v rozvinuté ekonomice popisuje Mishkin (1997).

zahraničních aktiv musejí zohlednit redukci svého čistého jmění (počítaného v domácí měně).

U kurzového kanálu – obdobně jako u kanálu nominálních úrokových sazeb – je obtížné říci, jaký bude jeho vliv na národní ekonomiku na agregované úrovni. Jde totiž také o kanál ovlivňující odlišně jednotlivé sektory. Efekt pracující přes bilance ekonomických subjektů může – pokud je země zadlužená v cizí měně – působit v opačném směru než přímý cenový efekt. V takovém případě vede znehodnocení měny na jedné straně k nárůstu dovozních cen (a následně celkové inflace) a k nárůstu poptávkového tlaku na inflaci z důvodu vyšší konkurenceschopnosti, která vyvolá nárůst zahraniční poptávky po domácím zboží, a na druhé straně k redukci čistého jmění národní ekonomiky. Snížené čisté jmění vyvolá takový pokles celkové poptávky, že jeho dopad do ekonomiky převyší ostatní impulzy. Tento mechanismus je citován jako vysvětlení, proč v některých situacích může být po devalvaci pozorována recese namísto očekávaného oživení.²⁴

4. Odlišnosti v transmisním mechanismu měnové politiky

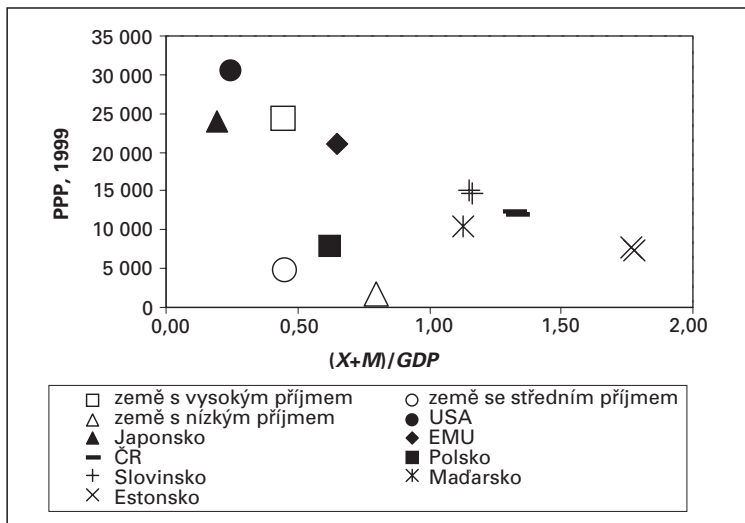
Obecný popis transmisního mechanismu měnové politiky předestřený v předchozí části je platný pro každou zemi. Avšak pět základních transmisních kanálů má v jednotlivých národních ekonomikách různou váhu a výsledek jejich vzájemné interakce může být velmi specifický. Aby byla analýza ještě složitější, váha jednotlivých kanálů se v čase mění, takže pracně nabitě znalosti o průběhu transmise je nutné neustále konfrontovat s novými informacemi. Působení měnové politiky v jednotlivých zemích závisí především na stupni ekonomické otevřenosti, obecném rámci vytvořeném hospodářskými politikami, úrovni finančního sektoru a dalších strukturálních charakteristikách. Rozdíly v těchto důležitých faktorech mezi zeměmi jsou značné.²⁵ Například transmisní mechanismus velmi otevřených ekonomik, jejichž důležité ekonomické veličiny (například cenový vývoj) jsou kurzem do značné míry ovlivňovány, je rychlejší než u ekonomik uzavřenějších, protože kurzový kanál, jenž má větší váhu, je rychlejší než kanál tradiční.²⁶ Ekonomiky, jejichž otevřenost měřená podílem zahraničního obchodu na HDP je kolem 20 % (graf 3), se diskuzi o působení kurzového kanálu tolik věnovat nemusejí, zatímco ekonomiky s mírou otevřenosti přesahující 120 % mají „díky“ kurzu plnou hlavu starostí. Rozdíly v míře otevřenosti jsou prokazatelné ve skupině rozvinutých i rozvíjejících se ekonomik.

²⁴ Zranitelnost v kurzové oblasti způsobená nekrytým zahraničním dluhem stáhla v roce 1997 do recese některé asijské ekonomiky přesto (resp. právě proto), že se jejich měnové kurzy znehodnotily. Citlivost problému dokumentuje Fisher (1998).

²⁵ Nežřetelněji vystupují rozdíly v těchto faktorech mezi skupinou rozvinutých zemí, skupinou rozvíjejících se ekonomik, které zahrnují kategorie tranzitivních ekonomik i ostatních ekonomik s rozvíjejícími se trhy, a skupinou zemí s nízkými příjmy. Proto jsou v připojených grafech jednotlivé charakteristiky utříděny podle indikátoru životní úrovně (HDP na hlavu v paritě kupní síly).

²⁶ Tuto hypotézu potvrzuje i srovnání české a anglické měnové transmise ve studii (Mahadeva – Šmídková, 1999).

GRAF 3 Rozdíly v otevřenosti ekonomik



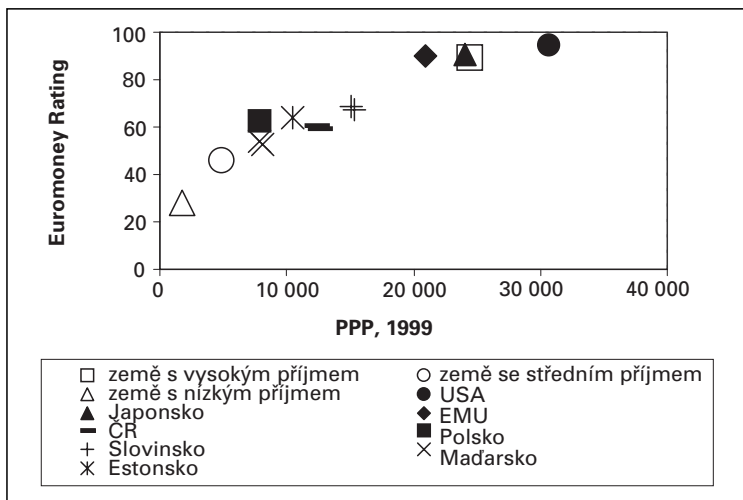
poznámka: PPP je ukazatel HDP na hlavu podle parity kupní síly v metodologii Světové banky z roku 1999. $(X+M)/GDP$ je ukazatel otevřenosti ekonomiky (podíl objemu zahraničního obchodu na HDP). datový zdroj: Světová banka (1999).

Působení kanálu inflačních očekávání je do značné míry svázáno s věrohodností hospodářských politik. Dobrým indikátorem věrohodnosti je ochota zahraničních investorů půjčit dané ekonomice finanční prostředky. Je-li ohodnocení investorů příznivé, lze očekávat, že i měnová politika je věrohodná a kanál inflačních očekávání sehrává stabilizující roli, takže v obdobích akcelerující inflace očekávají ekonomické subjekty automaticky zpomalení cenového vývoje v budoucnosti. Na tuto výhodu se mohou spoléhat hospodářské politiky především v rozvinutých ekonomikách (graf 4). U rozvíjejících se ekonomik nemusejí být hospodářské politiky natolik věrohodné, a proto může kanál inflačních očekávání za nepříznivých podmínek sehrát destabilizující roli.

Úroveň a struktura finančního sektoru určují, jakou roli sehrávají v transmisním mechanismu kanály nominálních a reálných úrokových sazeb a jakou váhu má kanál cen aktiv. Základním předpokladem účinnosti měnové politiky je existence fungujícího bankovního sektoru. Je-li bankovní sektor v dětských plenkách a tato situace se projevuje silnou orientací na krátkodobé investiční aktivity, je transmise opatření měnové politiky do reálné ekonomiky méně účinná. Tento problém mívají především rozvíjející se ekonomiky, jejichž banky mají značnou část svých portfolií alokovanou v krátkodobých instrumentech (graf 5). Účinnost měnové politiky je dále podmíněna velikostí bankovního sektoru vzhledem k reálné ekonomice. V tomto ohledu mají snadnější pozici centrální banky v ekonomikách s vysokým podílem úvěrů na HDP, zatímco v ekonomikách s podílem úvěrů na HDP kolem 50 % je pozice centrálních bankéřů obtížnější (graf 6).

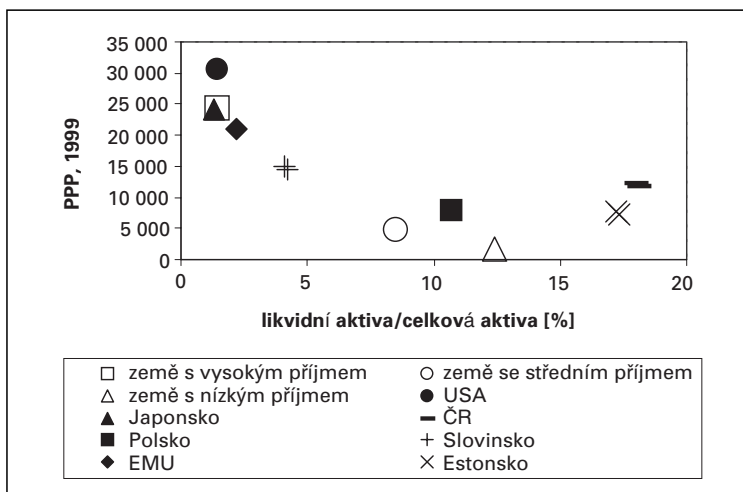
Účinnost měnové politiky může být posílena působením rozvinutého kapitálového trhu, který dodává větší váhu kanálu cen aktiv. Kapitalizace

GRAF 4 Rozdíly ve věrohodnosti hospodářských politik



poznámka: „Euro money Rating“ ukazuje hodnocení věrohodnosti hospodářských politik z pohledu zahraničních investorů. PPP je ukazatel HDP na hlavu podle parity kupní síly v metodologii Světové banky z roku 1999. datový zdroj: Světová banka (1999).

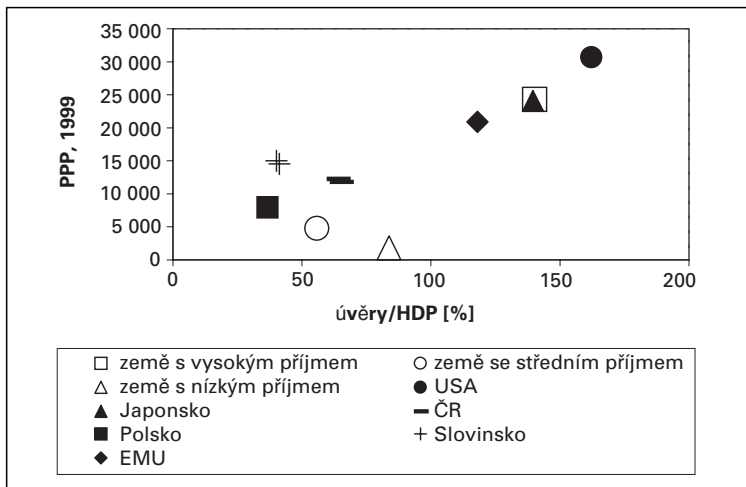
GRAF 5 Rozdíly v časovém horizontu bankovních sektorů



poznámka: Podíl likvidních aktiv na celkových aktivech bankovního sektoru indikuje, do jaké míry jsou aktivity bankovního sektoru krátkodoběji zaměřené. PPP je ukazatel HDP na hlavu podle parity kupní síly v metodologii Světové banky z roku 1999. datový zdroj: Světová banka (1999). (Data pro Maďarsko nebyla v databázi dostupná.)

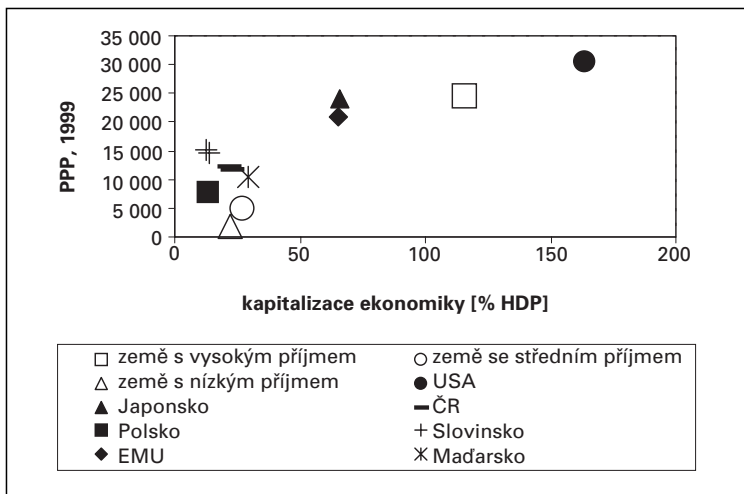
rozvinutých ekonomik měřená objemem obchodů na kapitálovém trhu vzhledem k HDP přesahuje v průměru 100 % (graf 7). Jednoznačně nejvíce posiluje existence rozvinutého kapitálového trhu roli kanálu cen aktiv

GRAF 6 Rozdíly v závislosti na úvěrech



poznámka: Podíl úvěrů na HDP aproximuje závislost ekonomiky na bankovním sektoru. PPP je ukazatel HDP na hlavu podle parity kupní síly v metodologii Světové banky z roku 1999.
 datový zdroj: Světová banka (1999). (Data pro Maďarsko a Estonsko nebyla v databázi dostupná.)

GRAF 7 Rozdíly ve velikosti kapitálových trhů



poznámka: Kapitalizace ekonomiky ukazuje podíl objemů obchodů na kapitálovém trhu ve vztahu k domácímu HDP. PPP je ukazatel HDP na hlavu podle parity kupní síly v metodologii Světové banky z roku 1999.
 datový zdroj: Světová banka (1999). (Data pro Estonsko nebyla v databázi dostupná.)

v případě americké ekonomiky. Velikost kapitálového trhu v Evropské měnové unii (EMU) je přibližně poloviční. Přes toto zaostávání vůči Americe je EMU v obdobně velkém předstihu před tranzitivními ekonomikami, jejichž vznikající kapitálové trhy poskytují domácím ekonomikám kapitalizaci kolem 25 %. Dramatické rozdíly ve vlivu kapitálového trhu na trans-

misní mechanismus není možné přehlédnout, a proto se také charakter diskuze o měnové politice v jednotlivých zemích odlišuje. Prezident amerického Fed se věnuje otázkám bublin na kapitálovém trhu ve svých projevech nejčastěji.²⁷ Je zajímavé si uvědomit, že rozdíly ve struktuře amerického a evropského finančního sektoru jsou přibližně stejně velké jako rozdíly mezi jednotlivými zeměmi uvnitř EMU.²⁸ Kapitalizace americké ekonomiky byla v roce 1999 193 % HDP, zatímco v EMU pouhých 90 %. Kapitalizace italské ekonomiky byla pouze 66 % HDP, ale ve Francii dosáhla 111 % HDP.

Mezinárodní srovnání základních ekonomických faktorů, které určují vlastnosti transmisního mechanismu, ukazuje, že i ve skupině rozvinutých ekonomik, jež je nahlížena jako poměrně homogenní, existují výrazné odlišnosti. Toto pozorování je zajímavé především proto, že poslední dekáda druhého tisíciletí přinesla výrazný impuls k oživení diskuze o tom, do jaké míry jsou mezinárodní odlišnosti v transmissi závažným oříškem. Evropa se po vzniku EMU musí zabývat touto otázkou velmi vážně, protože uplatňování jednotné měnové politiky bude samozřejmě ztíženo, pokud bude mít transmise v jednotlivých členských zemích výrazně odlišný průběh a opatření měnové politiky budou mít rozdílné dopady na klíčové ekonomické veličiny jednotlivých národních ekonomik.

Podle nejnovějších studií²⁹ transmisního mechanismu EMU vyvolá nárůst základních sazeb o 100 bazických bodů propad produktu EMU o 0,4 %. Horizont, v němž je účinnost transmise maximální, je v případě produktu 2 roky. Dopad stejného měnověpolitického opatření na inflaci v EMU má shodný rozsah 0,4 %, ale časový horizont je v tomto případě čtyřletý. V prvních dvou letech je silnější role kurzového kanálu, ve druhých dvou letech je účinnější tradiční kanál reálných úrokových sazeb. Tento výsledek je samozřejmě podmíněn použitým modelem. Struktura modelu je však shodná pro všechny národní ekonomiky, takže relativní srovnání mezi národními ekonomikami je poměrně robustní. Mezi členskými zeměmi EMU lze upozorovat podstatné rozdíly. V některých zemích je vliv měnové politiky na reálnou ekonomiku a cenový vývoj mírný. V jiných zemích mají naopak měnověpolitická opatření na klíčové ekonomické proměnné vliv značný (*tabulka 1*).

Rozdíly v transmisních mechanismech členských zemí EMU v sobě skrývají potenciální nebezpečí. Může se totiž stát, že tyto odlišnosti budou brzdit konvergenci, protože právě ekonomiky zemí stojících na tzv. periférii jsou vůči opatřením jednotné měnové politiky citlivější než ekonomiky zemí tzv. jádra. Německo, Finsko a země Beneluxu mají nejnižší substituční efekt mezi inflací a volatilitou produktu, takže pro ně je zpřísnění měnové politiky relativně méně nákladné než pro země s vysokým

²⁷ Zajímavý je například projev současného prezidenta amerického Fed zachycený ve studii (Green-span, 1999).

²⁸ Analýze struktury evropského finančního systému ve vztahu k transmisnímu mechanismu měnové politiky se věnuje například studie (Ehrman – Gambacorta – Martinez-Pagez – Semestre – Worms, 2001).

²⁹ Evropská centrální banka publikovala v loňském roce první výsledky rozsáhlého dlouhodobého projektu o transmisním mechanismu měnové politiky. Shrnutí lze nalézt ve studii (van Els – Locarno – Morga – Villetelle, 2001).

TABULKA 1 Účinnost měnové politiky v zemích eurozóny

země	snížení produktu v p.b. (po dvou letech)	země	snížení inflace v p.b. (po čtyřech letech)
Belgie	0,2	Lucembursko	0,1
Finsko	0,3	Francie	0,2
Irsko	0,5	Řecko	0,4
Španělsko	0,6	Německo	0,6
Řecko	0,8	Španělsko	0,9

poznámka: Tabulka zachycuje, u kterých zemí v rámci EMU je vliv zvýšení základních sazeb o 100 bazických bodů na produkt a ceny nejmenší a největší.

zdroj: (van Els – Locarno – Morgan – Villetelle, 2001).

substitučním efektem, což jsou podle dostupných odhadů především Řecko a Portugalsko. Země, které by v zájmu konvergence potřebovaly růst rychleji než jádro, tak mají v obdobích celoevropského růstu o jednu překážku navíc. V budoucnosti může nerovnoměrné rozložení nákladů jednotné měnové politiky mezi členskými zeměmi přinést ještě řadu problémů.

5. Specifické problémy rozvíjejících se ekonomik

Zatímco v rozvinutých ekonomikách podnítila diskuzi o transmisním mechanismu měnové politiky realizace EMU, v rozvíjejících se ekonomikách přitáhly v 90. letech pozornost ke specifickým charakteristikám transmisního mechanismu finanční krize. Ty spoluutvářely vývoj rozvíjejících se ekonomik a byly označovány za krize nového typu, protože měly svou typickou anatomii.³⁰ Zatímco v rozvinutých ekonomikách byl v minulosti typickým impulzem ke vzniku krize propad kapitálového trhu, v rozvíjejících se ekonomikách – které jsou vzhledem k nedostatku domácích finančních zdrojů závislé na interakci s globálním finančním systémem – byla typickým impulzem mezinárodní finanční turbulence nebo domácí kurzová krize. Anatomie finanční krize odráží velmi přesně některé specifické problémy rozvíjejících se ekonomik s transmisním mechanismem měnové politiky.³¹

Prvním výrazným rysem transmisního mechanismu rozvíjejících se ekonomik je větší volatilita ekonomických veličin a větší náchylnost k finančním cyklům, která je způsobena značnou závislostí na mezinárodním vývoji a zesíleným problémem s neúplností informací. Rozvíjející se ekonomiky jsou více závislé na financování domácích investičních potřeb prostřednictvím zahraničních finančních zdrojů,³² a proto vývoj jejich finančních veličin reaguje na širší škálu indikátorů, které jsou sledovány globálními zahraničními investory. Proces domácího transmisního me-

³⁰ Analýza typického průběhu finanční krize v rozvinuté a rozvíjející se ekonomice je dostupná například ve studii (Mishkin, 1997).

³¹ Specifickým rysem transmisního mechanismu měnové politiky v rozvíjejících se ekonomikách byla věnována rozsáhlá studie (Kamin – Turner – Van’t dack, 1998).

³² Význam vnějšího finančního omezení popisuje ve své knize (1994) Fry.

chanizmu může být v extrémním případě přehlušen finanční krizí vyvolanou pouhou nákazou přenesenou z jiné země, a tedy zcela nezaviněně. Vzhledem k vyššímu stupni otevřenosti těchto ekonomik hraje vždy poměrně důležitou roli kurzový kanál, který – jak již bylo uvedeno – celou transmisí zrychluje. Rozvíjející se ekonomiky čelí zesílenému problému negativního výběru a morálního hazardu, protože sběr a vyhodnocování ekonomických informací je méně efektivní než v rozvinutých ekonomikách, jež disponují plnou škálou tržních institucí.³³ Dobrým příkladem je problém ohodnocení zástav v procesu finálního zprostředkování. Vzhledem k nedostatku informací je obtížné určit hodnotu zástavy, a proto mají finanční instituce odkázané z důvodu nedostatku informací na adaptivní očekávání větší tendenci prohlubovat svým chováním ekonomický cyklus než v rozvinutých ekonomikách. Během ekonomického oživení bývají hodnoty zástav silně nadhodnoceny a na počátku recese dochází k prudké korekci ohodnocení, které vyvolá smrštění bankovních bilancí a přispěje k akceleraci recese.

Druhým závažným problémem rozvíjejících se ekonomik je počáteční nízký stupeň rozvoje finančního sektoru a finančních trhů, který ovlivňuje transmisní mechanismus měnové politiky. Nižší likvidita peněžního trhu, vysoký stupeň koncentrace bankovního sektoru, výrazný podíl špatných úvěrů na aktivech bank a vyšší nejistota ohledně celkového budoucího ekonomického vývoje – to všechno jsou faktory, které omezují citlivost klientůských úrokových sazeb na změny základních sazeb centrální banky. Tradiční transmisní kanál může být například přepisován šoky v podobě zavádění nových regulačních pravidel, vzniku nových typů finančních aktiv (např. penzijní pojištění) či vzniku nových finančních institucí (např. podílové fondy). Takové šoky vyvolávají samozřejmě mnohem větší změny ve struktuře bilancí ekonomických aktérů než změny základních sazeb centrální banky. Možným důvodem snížené účinnosti je dále pouze povolená privatizace bankovního sektoru, resp. jeho některých segmentů, která po jistou dobu omezuje konkurenci v oblasti nastavování klientůských sazeb. Ekonomické subjekty čelí monopolnímu chování ze strany bankovního sektoru. Účinnost měnové politiky v rozvíjejících se ekonomikách je dále omezena absencí funkčního kapitálového trhu. Nedostatek alternativních investičních možností oslabuje kanál cen aktiv. Navíc centrální banky nemohou spoléhat na efekt spojený s Tobinovým q . Domácí firmy nemohou využít příznivé situace na kapitálovém trhu vyvolané snížením základních sazeb k financování investičních projektů za pomoci vydání nových akcií. Také domácnosti nemají ve svém portfoliu akcie, a proto nárůst cen akcií nepodpoří dodatečným pákovým efektem růst spotřeby vyvolaný snížením sazeb.

Přesto, že úroveň finančního sektoru v rozvíjejících se ekonomikách může působit jako faktor omezující transmisní mechanismus měnové politiky, není možné jednoznačně říci, že účinnost měnové politiky je snížena. Zvýšená propojenost reálné ekonomiky s domácím bankovním sektorem může řadu přechodných defektů kompenzovat více než dostatečně. V každém případě ale silná závislost ekonomiky na bankovních úvěrech prohlubuje pro-

³³ Úvahy o problému absence informací v rozvíjejících se ekonomikách vycházejí ze studie (Stiglitz, 1990).

blém zvýšené volatility ekonomických veličin a zhoršuje průběh ekonomického cyklu. Obecně lze v rozvíjejících se ekonomikách očekávat vyšší vliv kanálu nominálních sazeb, především přes efekt hotovostních toků ve firmách, které nemají pro financování svého provozu a svých investic jiný zdroj než bankovní úvěry. Kanál cen aktiv může být determinován interakcí mezi cenami nemovitostí a bankovními bilancemi více než v rozvinutých ekonomikách, protože nemovitosti tvoří převážnou část dostupných zástav.

Na závěr je třeba ještě zmínit problém s věrohodností hospodářských politik, který centrálním bankám v rozvíjejících se ekonomikách ztěžuje analýzy transmisního mechanismu a měnověpolitická rozhodování. Kanál inflačních očekávání může v případě krize věrohodnosti přepsat ostatní transmisní kanály. Existují dvě možné reakce na tento typ problému. Některé země hledají řešení v „dovozu“ věrohodnosti ze zahraničí a přistupují k extrémnímu řešení v podobě zavedení tzv. měnového výboru. Druhá skupina zemí řeší problém budováním věrohodnosti z vnitřních zdrojů, vyhlásí explicitní (ve většině případů inflační) cíl pro měnovou politiku a pak postupně zvyšuje transparentnost svých rozhodnutí. První typ řešení přináší rychlejší výsledky, ale jeho životnost je spíše krátkodobá, zatímco druhý typ řešení má dlouhodobější životnost, ale pomáhá eliminovat problém snížené věrohodnosti pomaleji. Dlouhodobější životnost druhého typu řešení je důvodem, proč jsou v posledních letech inflační očekávání v rozvíjejících se ekonomikách ukotvována spíše pomocí explicitních inflačních cílů než zaváděním měnových výborů.³⁴

³⁴ Na téma řešení problému snížené věrohodnosti pomocí extrémního řešení v podobě zavedení měnového výboru (*currency board*) byla napsána celá řada studií, ale nedávný případ Argentiny způsobil, že se nyní zdají poněkud zastaralé. Zajímavý je článek *Financial Times* nazvaný „*The fall of a star pupil*“. Měnový výbor ztrácí zřejmě svou přitažlivost.

LITERATURA

- ANGELONI, I. – KASHYAP, A. – MOJON, B. – TERLIZZESE, D. (2002): Monetary Transmission in the Euro Area: Where Do We Stand? *ECB Working Paper*, 2002, no. 114.
- Bank of England: *Inflation Reports* (various issues).
- BERNANKE, B. – GERTLER, M. (1995): Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *NBER Working Paper*, 1995, no. 5146.
- BERNANKE, B. – GERTLER, M. (1999): *Monetary Policy and Asset Price Volatility*. (Symposium Proceedings.) Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999.
- BOWEN, A. (1995): Inflation Targeting in the United Kingdom. In: Haldane, A (ed.): *Targeting Inflation*. London, Bank of England, 1995.
- CAGAN, P. (1956): The Monetary Dynamics of Hyperinflation. In: Friedman, M. (ed.): *Studies in the Quantity Theory of Money*. University of Chicago Press, 1956.
- EHRMAN, M. – GAMBACORTA, L. – MARTINEZ-PAGEZ, J. – SEMESTRE, P. – WORMS, A. (2001): Financial Systems and the Role of Banks in Monetary Transmission in the Euro Area. *European Central Bank, WP*, 2001, no. 105.
- ELS, van P. – LOCARNO, A. – MORGAN, J. – VILLETTELLE, J. (2001): Monetary Transmission in the Euro Area: What Do Aggregate and National Structural Models Tell Us? *European Central Bank, WP*, 2001, no. 94.
- FISCHER, S. (1998): *The Asian Crisis: A View from the IMF*. Midwinter Conference of the Bankers' Association for Foreign Trade, Washington, D.C., 1998.
- FRY, M. (1994): *Money, interest, and banking in economic development*. The Johns Hopkins University Press, 1994.
- GERAATS, P. M. (2001): Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts. *ECB Working Paper*, 2001, no. 41.
- GREENSPAN, A. (1999): Remarks: *New challenges for monetary policy*. (Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Wyoming.)
- HRNČÍŘ, M. – ŠMÍDOVÁ, K. (2000): Cílování inflace: ohlédnutí po dvou letech. *Ekonom*, 2000, č. 4, ss. 24–25.
- International Monetary Fund: *Country Reports* (various issues).
- KAMIN, S. – TURNER, P. – VAN'T DACK, J. (1998): The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies. *BIS Policy Papers*, 1998, no. 3.
- MAHADEVA, L. – STERNE, G. (2000): *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*. Routledge, London, 2000.
- MAHADEVA, L. – ŠMÍDKOVÁ, K. (1999): Modelling the Transmission Mechanism of Monetary Policy in the Czech Republic. *Choice of Intermediate Monetary Policy Targets*, CCBS, Bank of England, London, 1999.
- MISHKIN, F. (1997): *The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy Makers*. (Symposium Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City.)
- OPIELA, T. (1999): The Responsiveness of Loan Rates to Monetary Policy in Poland: The Effects of Bank Structure. *NBP Working Paper*, 1999, no. 12.
- ROMER, D. (2000): Keynesian Macroeconomics Without the LM Curve. *NBER Working Paper*, 2000, no. 7461.
- STIGLITZ, J. E. (1990): Financial Markets and Development. *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 5, 1990, no. 4.
- SVENSSON, L. (1994): Fixed Exchange Rates as a Means to Price Stability: What Have We Learned? *European Economic Review*; 38, (3–4), April 1994.
- SVENSSON, L. E. O. (1999): Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule. *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, 1999.
- ŠMÍDKOVÁ, K. et al. (1998): Koruna Exchange Rate Turbulence in May. (Prague), *Czech National Bank, Working paper*, 1998, no. 2.
- TAYLOR, J. B. (1999) *Monetary Policy Rules*. The University of Chicago Press, 1999.

The fall of a star pupil. *Financial Times*, 6. 1. 2002.

THIESSEN, G. (2000): *Can a bank change? The evolution of monetary policy at the Bank of Canada 1935–2000*. (Lecture by Gordon Thiessen, Governor of the Bank of Canada, to the Faculty of Social Science, University of Western Ontario, on 17 October 2000.)

SUMMARY

JEL Classification: E52, E42, E63

Keywords: transmission mechanism – monetary policy – emerging economies

Transmission Mechanism of Monetary Policy in the Beginning of the Third Millenium

Kateřina ŠMÍDKOVÁ – Czech National Bank, Prague and Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague (katerina.smidkova@cnb.cz)

Over the past decade, three important challenges – the introduction of new monetary-policy strategies, the observed differences in the anatomy of financial crises between developed and emerging economies, and the emergence of the EMU – gave rise to a new debate regarding the transmission mechanism of monetary policy. Emphasis has been placed on several transmission channels that had previously been neglected. The differences in the transmission mechanism of the monetary-policy conduct of various countries have been analysed, and consequently, more attention has been paid to risks when considering one country's experience versus another's. The paper presents an overview of the theoretical foundations, three main stages and channels of transmission mechanism that serve to illustrate cross-country differences. Additionally, the specific problems of the transmission mechanism of monetary policy in emerging economies are discussed in detail.