

# Výzva současné měnové politiky aneb problém nízkých rovnovážných sazeb

## Centrální banky obstály, vyhráno však nemají

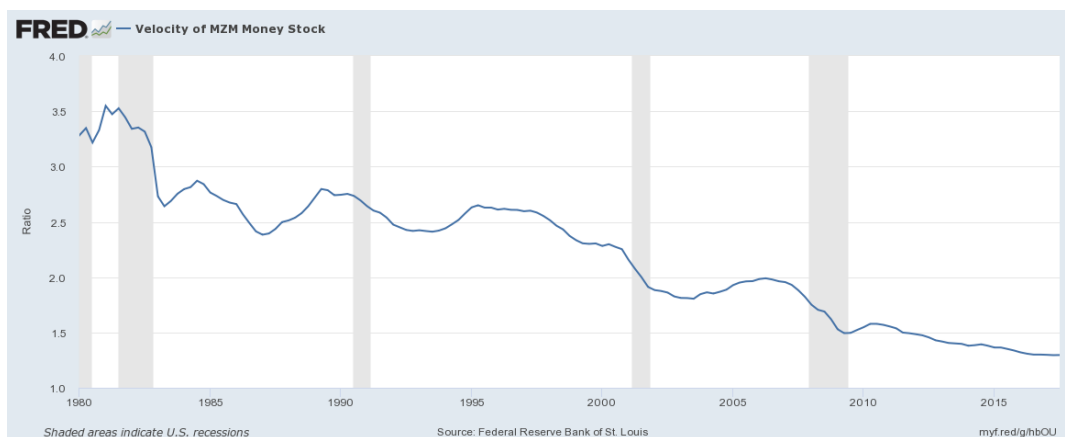
Měnové politice centrálních bank se v letech po finanční krizi 2007 až 2009 dostávalo na finančních trzích naprosto zásadní pozornosti. Ne, že by si centrální bankéři v letech předchozích mohli na nedostatek pozornosti stěžovat (vzpomeňme na médii a trhy milovaného Alana Greenspana), avšak situace z poslední doby se přeci jen vymyká. Jsou to totiž právě kroky centrálních bank, které v reakci na finanční krizi bojovaly dlouhá léta s velmi pozvolným oživením takřka napříč světovými ekonomikami. Jak už to tak bývá, některé z centrálních bank obstály více, některé méně. Co však všechny centrální bankéře spojuje, je fakt, že i přesto, že jsme zažili nejhorší finanční krizi od 30. let spojenou s hlubokou recesí, která se nevyhnula takřka žádné vyspělé zemi, neobjevily se ve velké míře žádné návrhy na změnu měnově-politického režimu. A to nejen ze strany měnově-politických autorit, ale ani odborné veřejnosti (výjimku tvoří snad jen zastánci cílování cenové hladiny a nominálního HDP). Vypadá to tedy, že centrální banky se svým současným režimem cílování inflace uspěly. Přesto centrální bankéři nemají vyhráno, ba naopak. Pravděpodobnost, že centrální banky ve vyspělých státech v příštích letech opětovně dosednou na hranici nulové nominální úrokové sazby (tzv. **zero lower bound**) je díky poklesu **rovnovážných úrokových sazeb** o mnoho vyšší a vytváří tak diskuzi o dalších alternativách k režimu cílování inflace. A jelikož měnová politika má do vývoje na finančních trzích naprosto zásadní dopad, není na škodu se v této diskuzi zorientovat. Začneme však příběh o moderní měnové politice od začátku. Čtenáře v oblasti měnové politiky fundovanější odkazují až na druhou polovinu článku, jeho první půlka slouží k rychlému uvedení do tématu.

## Příběh k současné měnově-politické teorii

Zlom pro vývoj měnové politiky v minulém století nastal na sklonku 70. let, kdy dvojice ekonomů Edward C. Prescott a Finn E. Kydland publikovala svoje stěžejní **dílo** Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Tato práce je dodnes považována za stěžejní příspěvek k nekonečné debatě o tom, zda by měnová politika centrálních bank měla být diskreční, tedy ponechána na pospas čistě rozhodnutím centrálních bankéřů, nebo by měla být svázána určitým pravidlem. Kydland a Prescott poukázali na zřejmé výhody druhého z návrhů a vzhledem k situaci **stagflace** v americké ekonomice ze 70. a začátku 80. let, která je některými odborníky dávana za vinu právě také špatné měnové politice Fedu, byly práce zmíněné dvojice v budoucích letech přijímány ekonomickou veřejností za důležitý mezník v teorii monetární politiky. A tak se začal hledat vhodný nástroj, který by dokázal centrálním bankám svázat ruce, ale přitom jim ponechal dostatečnou volnost vyhlazovat případné šoky do ekonomiky.

*Měnová politika centrálních bank stojí v současné době před významnou výzvou v podobě nižších rovnovážných sazeb. Ty totiž velmi zužují manévrovací prostor pro snižování nominálních sazeb v případě potřeby uvolňování měnových podmínek. Měly by centrální bankéři k diskuzi o problému nízkých rovnovážných sazeb přistupovat asertivněji? A může být řešením návrh na změnu režimu z inflačního cílování na cílování cenové hladiny?*

Favoritem centrálních bank se stal Milton Friedman a jím navrhované **cílování peněžní zásoby** přes cílování tzv. **měnové báze**. Friedman de facto navrhoval, aby centrální banky svoji rozhodovací moc vložily do rukou softwaru, který se postará o konstantní tempo růstu peněžní zásoby v ekonomice, které by se mělo podle slavného nobelisty rovnat tempu růstu reálného produktu. A centrální bankéř by byl bez práce. Na papíře v učebnici tento návrh vypadá sympaticky, má však několik zásadních problémů, které jeho praktické využití výrazně zkomplikovaly. Mezi ty nejzásadnější patří zejména nestabilita **peněžního multiplikátoru** a **transakční rychlosti obratu peněz**, kterou pro případ ekonomiky Spojených států ukazuje následující graf.



Vývoj transakční rychlosti obratu peněz pro měnový agregát Money Zero Maturity; Zdroj: St. Louis Fed

Tyto dva faktory činí Friedmanův návrh v realitě nerealizovatelný, o čemž se v 80. letech přesvědčili centrální bankéři napříč zeměkouli a výjimku netvořila ani ČNB o dekádu později. Friedmanův koncept jakožto reinterpretace modifikované verze **kvantitativní teorie peněz** je ve světě nestabilní poptávky po penězích (a tudíž nestability velocity of money – viz graf 1.) nesmírně problematický. Peněžní multiplikátor pak jako středobod monetaristického transmisního mechanismu měnové politiky v realitě pro centrální banky naprosto ztratil význam. Jak stabilita velocity of money, tak peněžního multiplikátoru v realitě neexistují, tudíž již dnes neexistuje ani žádná centrální banka cílující peněžní zásobu.

Poté, co centrální banky poznaly problematičnost monetaristické měnové politiky, bylo třeba najít nový, stabilnější režim. Centrální banky ve vyspělých státech začaly na režim cílování inflace přecházet v 90. letech minulého století. První bankou, která přijala měnově-politický režim explicitně vyjádřeného inflačního cíle, byl Nový Zéland. Po něm napříč celými 90. lety začala opouštět monetaristický přístup k měnové politice jedna centrální banka za druhou. Přidal se i Fed, který však až do roku 2012 necíloval inflaci explicitně vyjádřenou, což však od zmíněného roku změnil na všeobecně uznávaná 2 %.

## Současná měnová politika

Centrální banky dnes tedy fungují v režimu cílování (většinou explicitně vyjádřené 2%) inflace. Jejich rozhodování je pak postaveno na modelech **New Keynesian**. Ať se však čtenář nenechá zmást, onoho keynesiánství v celém New Keynesian mnoho není. Směr nového keynesiánství se vyvinul v reakci na **kritiku** agregátních makroekonomických keynesiánských modelů, kterou odstartoval Robert Lucas. New Keynesian je tak postaven na mikroekonomických základech s **racionálními**, vpředhledícími agenty. Jedná se de facto o neoklasiku, která do sebe nasála keynesiánské prvky. Za stěžejní bod New Keynesian modelů lze považovat nominální rigiditu (nepružnost) cen a mezd, která vytváří roli pro

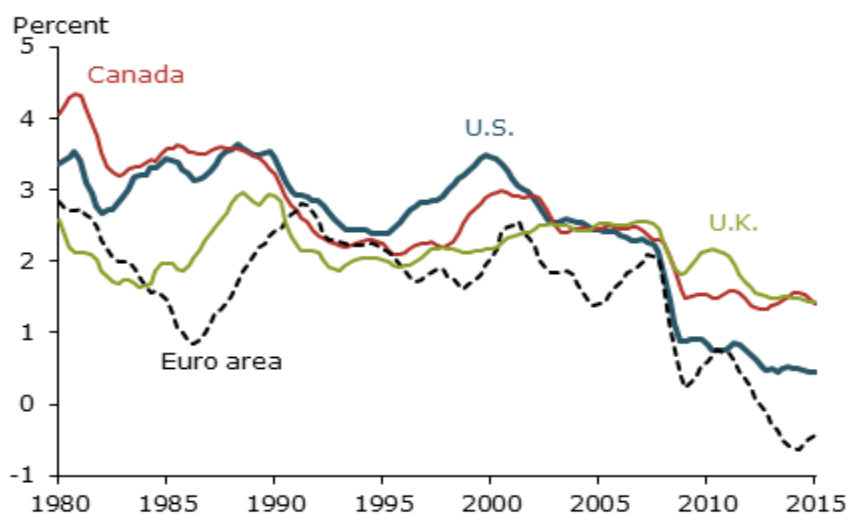
centrální banky, aby změkčovaly fluktuace produktu vyvolané rigiditami. New Keynesian je postavený na principu **monopolistické konkurence** a krátkodobé **non-neutralitě** měnové politiky (měnová politika je v krátkém období schopna ovlivňovat reálné veličiny).

Podíváme-li se na vývoj míry inflace ve vyspělých státech světa poté, co centrální banky začaly fungovat v režimu cílování inflace, je snadno pochopitelné, že centrální bankéři hovoří o inflačním cílování jako o veskrze úspěšném režimu. Variabilita míry inflace od té doby výrazně poklesla a do finanční krize z let 2007 - 2009 vypadalo pro centrální bankéře všechno růžově. Ponechám stranou diskuzi, zda centrální banky zvládly období finanční krize, či nikoliv. Ostatně příběh **(ne)reakce** Fedu pod B. Bernankem napříč rokem 2008 či pochybné zvýšení sazeb ze strany ECB v roce 2011 by vydaly na samostatný článek. Klíčovým bodem tohoto článku je však něco jiného. Centrální bankéři totiž v současné chvíli svoji největší výzvu nalézají v něčem, na co upozorňoval na začátku milénia například již zmiňovaný Alan Greenspan. Touto výzvou je pokles rovnovážné reálné úrokové sazby.

### **Pokles rovnovážných sazeb a problém menšího manévrovacího prostoru s nominálními sazbami**

O konceptu rovnovážné úrokové sazby **psal** již na sklonku 19. století švédský ekonom Knut Wicksell, pro kterého rovnovážná úroková míra byla sazbou, která by nastala ve světě bez peněz. Současný **pohled** na přirozenou úrokovou míru je trochu odlišný, důsledky plynoucí z Wicksellovi teorie však zůstávají neměnné. Dnešním pohledem je přirozená úroková míra taková, při které se ekonomika ani nepřehřívá, ani nemá nevyužitě kapacity. Ekonomika se tak při rovnovážné úrokové sazbě nachází na svém potenciálním produktu a centrální banka tak nemusí šlapat na plyn, ani ekonomiku brzdit.

V posledních dekadách byl zaznamenán výrazný pokles rovnovážných sazeb napříč světovými ekonomikami. Jedním z nejpoužívanějších **odhadů** dokumentujících pokles rovnovážných sazeb je pak ten od Johna C. Williamse, prezidenta St. Louiského Fedu. Budeme-li se držet Wicksellovi teorie, pak i nezvyšující se míra inflace, které jsme v posledních letech byli svědky i přes nulové (či dokonce záporné) úrokové míry centrálních bank ukazuje, že rovnovážná úroková sazba bude velmi nízká. Slabá dynamika inflace totiž ukazuje, že centrální banky nedokázaly ani přes nulové nominální sazby stlačit **reálné úrokové sazby** pod rovnovážnou úroveň. Jen připomenu, že ona rovnovážná úroveň se může dostat na nulu, či dokonce pod ni. Pokud čtenáři poslední věta připadá neintuitivní, odkazují například na **článek** Pavla Potužáka z katedry ekonomie NF VŠE.



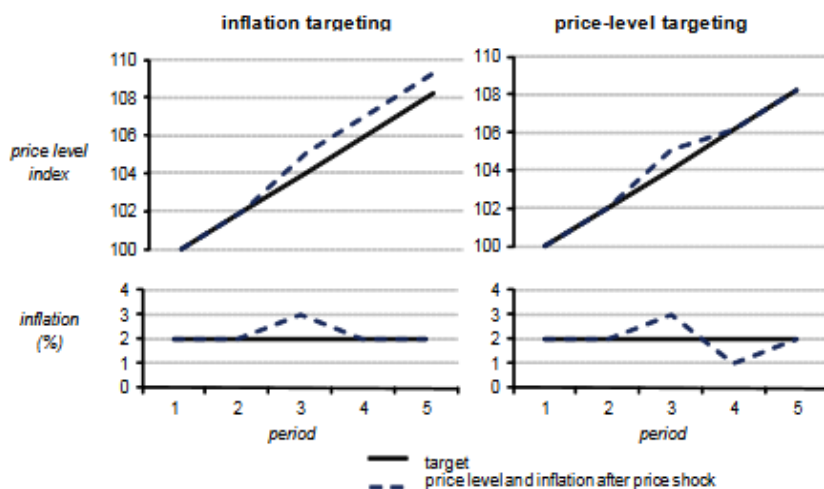
Pokles rovnovážných úrokových sazeb ve vyspělých světových ekonomikách; Zdroj: St. Louis Fed, J. Williams

V dobách, kdy se centrální banka nesnaží ekonomiku ani brzdit, ani stimulovat, a jede tedy na neutral, by se jí nastavovaná nominální úroková sazba měla rovnat reálné rovnovážné úrokové míře plusu inflačnímu cíli (uvažujeme rovnovážný stav, kdy je inflace na cíli). A zde se dostávám k jádru článku a k možná vůbec největší výzvě, kterou dnes centrální bankovníctví čelí. V případě nižší rovnovážné úrokové sazby totiž nominální úroková sazba bude i v dobrých časech výrazně níže, než tomu bylo v dekáдах vyšší rovnovážné sazby. A prostor pro uvolňování měnové politiky přes snižování nominálních úrokových sazeb při recesi je velmi omezený. Centrální banky tak při nižší rovnovážné sazbě na zero lower bound mohou dopadnout o mnoho rychleji.

## Cílování cenové hladiny jako návrh řešení?

Z centrálních bankéřů je při **upozorňování** na tento problém nejhlasitěji slyšet právě již zmiňovaný šéf St. Louiského Fedu John C. Williams. Podle něho samotného se jedná o reálný problém, který by měla řešit i nejsledovanější centrální banka světa Fed. Williams pro americkou centrální banku již nějakou dobu navrhuje změnu režimu k něčemu, co se velmi blíží spíše než cílování inflace **cílování cenové hladiny** (Williams přesněji zmiňuje spíše určitou verzi **average inflation targeting**, což je však v důsledku de facto totožné jako cílování cenové hladiny, pouze však na kratším časovém horizontu, pro zjednodušení v článku budu uvažovat spíše režim price – level targeting). Cílování cenové hladiny se od cílování inflace významně liší. V krátkosti jde o to, že v režimu cílování inflace se odchylky inflace od cíle akumulují, zatímco v režimu cílování cenové hladiny se odchylky od cíle cenové hladiny navzájem musí vyrušit. Pokud centrální banka funguje v režimu inflačního cílování a jeden rok inflační cíl podstřelí, v dalším roce zůstává jejím cílem 2% růst cenové hladiny a předchozí podstřelení cíle již centrální banka neřeší. Proces samozřejmě funguje i obráceně. V systému cílování cenové hladiny je však situace jiná. V situaci kdy centrální banka cíluje cenovou hladinu (uvažujeme cenovou hladinu s rostoucím sklonem, tedy růst cenové hladiny např. o 1 % či 2 % ročně) zavazuje se k tomu, že při podstřelení inflace v jednom roce musí být inflace v roce dalším přesně o tolik vyšší, aby vykompenzovala pokles v roce předchozím. Podrobně ukazují rozdíl mezi cílováním inflace a cílováním cenové hladiny následující grafy.

**Figure 1 Illustration of Price-Level and Inflation Paths under Inflation Targeting and under Price-Level Targeting**



Grafické vyjádření rozdílu mezi režimem cílování inflace a cílování cenové hladiny; Zdroj: ČNB, Bohm J, Filáček J., Kubicová I., Zamrazilová R.

V teorii se za výhody price – level targeting považuje zejména ukotvení očekávání dlouhodobějšího vývoje cenové hladiny, což může pozitivně stimulovat investice. Naopak za největší problém byla považována dlouhodobě větší variabilita produktu a inflace. Tím, že se centrální banka snaží vyrovnávat odchylky od cenové hladiny je aktivnější při změnách úrokových sazeb, čímž způsobuje výraznější variabilitu inflace a produktu. Tento pohled na cílování cenové hladiny však v roce 1996 otočil vzhůru nohama Svenssonův **článek** Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: A Free Lunch? který ukázal, že v situaci předhledících subjektů a vysoké kredibility centrální banky může být variabilita produktu a inflace při cílování cenové hladiny naopak nižší. Pokud jsou totiž subjekty v ekonomice racionální a věří centrální bance, pak může docházet k situaci, kdy se reálná úroková míra mění v závislosti na inflačních očekáváních subjektů, čímž centrální banka nemusí tak aktivně používat nominální úrokové sazby. Tento proces tak naopak vede k nižší variabilitě produktu a inflace.

### V režimu cílování cenové hladiny k nulové nominální hranici pomaleji

Od tohoto konceptu je pak již jen krůček k tomu vztáhnout výhody z režimu cílování cenové hladiny na situaci nízkých rovnovážných úrokových sazeb. Pokud totiž centrální banka při nižších nominálních sazbách (v důsledku právě nižších reálných rovnovážných sazeb) potřebuje v recesi uvolňovat měnové podmínky, může se tak dít v důsledku poklesu reálné sazby z titulu růstu inflačních očekávání (opět je zde **klíčová** kredibilita centrální banky) a nominální úrokové sazby tak půjdou k nule pomaleji. V posledních letech se tak objevily články upozorňující na tuto zjevnou výhodu cílování cenové hladiny (nezapomeňme, že stále uvažujeme předpoklady Svenssonova modelu).

Cílování cenové hladiny si vysloužilo pozornost jako jedno z možných řešení nulových nominálních úrokových sazeb, kdy přechod na price – level targeting při zero lower bound řešili ve svém **článku** již před více než dekádu Eggertson a Woodford. V kombinaci s depreciací měny pak přechodnou změnu režimu na cílování cenové hladiny navrhol ve známém **článku** Foolproof Way jakožto řešení při poklesu na nulovou hranici nominálních sazeb i Svensson. Tímto článkem se později při zavádění kurzového závazku inspirovala i Česká národní banka. Od centrálních bankéřů však snad s výjimkou několika jedinců v čele s Williamsem k aktivnější diskusi nad cílováním cenové hladiny jako jedním z možných řešení nízkých rovnovážných sazeb nedochází.

Netvrdím, že přechod na price – level targeting musí být nutně jediným či nejlepším způsobem jak řešit situaci nízkých rovnovážných sazeb. Návrhů je samozřejmě mnoho, od centrálních bank však zatím nelze pozorovat jakékoliv pochyby ohledně režimu cílování inflace. Tím pádem tak v budoucích letech při dalších recesích a případném dosednutí sazeb na nulu budeme spoléhat pouze na to, že v bankovních radách sedí dostatečně erudovaní odborníci, kteří si se situací poradí a dokáží snižovat reálné sazby i přes onu nulovou nominální hranici. Diskuze o alternativách, které mohou dopadnutí na zero lower bound zpomalit, a případné nalezení takového řešení, může ve velkém sejmout tlak z beder centrálních bankéřů. Neměli by už jen z tohoto titulu iniciovat debatu o možných řešeních nízkých rovnovážných sazeb a případného rychlejšího dosednutí na nulovou hranici právě oni sami?

Zdroje: **St. Louis Fed**; **ČNB**; [centralbanking.com](http://centralbanking.com); [wikipedia.com](http://wikipedia.com); **E. C. Prescott, E. Kydland**: *Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*; **K. Wiskell**: *Interest and Prices*; **M. Hampl**: *Monetary policy and the current macroeconomic environment in the developed World*; **P. Potužák**: *Může být přirozená úroková míra nulová? Neoklasický přístup*; **M. Hatcher, P. Minford**: *Inflation targeting vs price-level targeting: A new survey of theory and empirics*; **L. E. O. Svensson**: *Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: A Free Lunch?* **G. Eggertson, M. Woodford**: *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*; **L. E. O. Svensson**: *The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap*; **Bank of Canada, Steve Ambler**: *Price-Level Targeting and Stabilization Policy: A Review*; **G. Cateau, J. Dorich**: *Price level targeting, the zero bound on the nominal interest rate and imperfect credibility*

**František Mašek, Fio banka a.s.**