Stati

MĚNOVÁ POLITIKA: STARÉ LEKCE, NOVÉ VÝZVY

Eva Zamrazilová, Česká národní banka

„First, do no harm“
Milton Friedman

Úvod

Od osmdesátých let 20. století se stále silněji prosazovala dominance cenové stability jakožto hlavního cíle měnové politiky. V devadesátých letech přešla řada zemí vedená Novým Zélandem (1988), Kanadou a Spojeným královstvím na režim přímého cílování inflace. K tomuto režimu přistoupila v roce 1998 jako osmá v pořadí i ČNB. V současné době cílují inflaci téměř tři desítky zemí, jejich přehled ukazuje obrázek 1. Na rozdíl od předchozích měnově-politických režimů je tato varianta měnové politiky zaměřena přímo na inflační cíl bez existence cíle zprostředkujícího. Zprostředkující cíl je v zásadě nahrazen inflační prognózou, která se tak stává pro cílování inflace klíčovým prvkem. Rychlý vývoj modelových statistických technik v posledních dvaceti letech vedl k rozvoji stále sofistikovanějších modelů, které zdokonalují inflační prognózu.

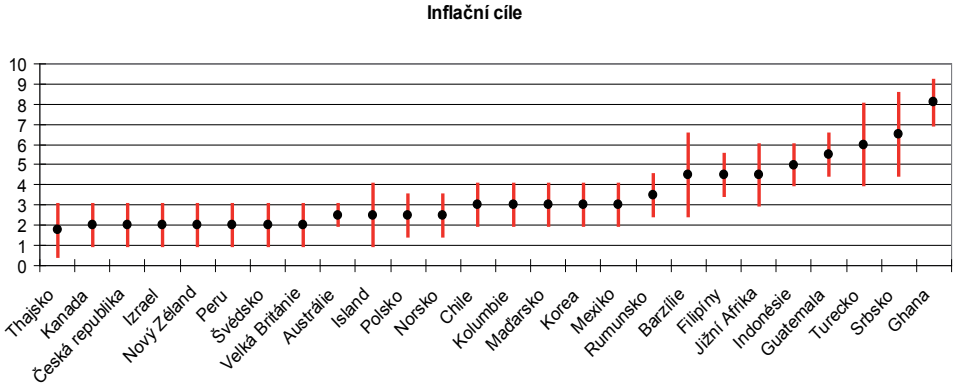
Pro centrální bankéře bylo těžiště rozhodovacího procesu posunuto k poselství inflační prognózy, čímž byla snížena míra diskrece a obecně zvýšena předvídatelnost jejich rozhodnutí. Tento nový směr měnové politiky byl spojen s nárůstem transparentnosti v komunikaci centrálních bank směřovaném k tomu, aby jejich chování snížilo míru nejistoty vnímanou aktéry trhu. Podrobnější teoretické zázemí režimu cílování inflace uvádí v české i zahraniční odborné literatuře mnoho statí a studií – viz Mandel (1998), Šmídková a Hrnčíř (1998), Čihák, Holub (1998), Bernanke a kol. (1999), Freedman a Laxton (2009). Vytváření konsensu měnové politiky ve druhé polovině 90 let v historickém kontextu vývoje měnové politiky uvádí např. Goodfriend (2007), Laidler (2007).

Vývoj v předkrizovém období nasvědčoval tomu, že měnová politika skutečně v cílování inflace objevila režim, který nejen pomohl dezinflačnímu procesu v devadesátých letech minulého století, ale dokázal i dlouhodobě stabilizovat celkové makroekonomické prostředí. Studie, zaměřené na porovnání makroekonomických parametrů srovnatelných ekonomik dokládají (viz Roger, 2009), že země, které cílovaly inflaci,

dosáhly v oblasti cenové stability podstatně lepší výsledky oproti srovnatelným ekonomikám s jinými měnově-politickými režimy.[1] Předkrizová dekáda, jíž dominovala kombinace nízké inflace doprovázené hospodářským růstem, byla dokonce nazývána zlatým věkem centrálního bankovnictví (viz Gerlach, 2009).

V tomto období rovněž převládal názor, že nízká inflace je hlavním příspěvkem, kterým může centrální banka podpořit finanční stabilitu (IMF 2010). Od poloviny roku 2007 se ale tento mýtus postupně bortil a v průběhu tří let od počátku krize se opět začínají diskutovat otevřené problémy spojené s cílováním inflace. Do odborné diskuse se vracejí otázky, jakou roli mají v měnové politice hrát ceny aktiv, které nejsou v cílovaných ukazatelích spotřebitelské inflace běžně zahrnuty, i související problém, zda a jak má měnová politika reagovat na úvěrovou expanzi. Velmi blízko těmto otázkám je i zásadní teoretický problém, zda či do jaké míry skutečně může měnová politika vyloučit z měnově-politického rozhodování peníze, resp. peněžní agregáty. Pro centrální bankovnictví se objevují otázky nové, spojené především s tím, do jaké míry je nebo bude rozšířen jejich mandát o finanční stabilitu a jakým způsobem bude třeba v této souvislosti modifikovat jejich modus operandi. Na diskusi výše naznačených otevřených problémů se zaměřuje i tato stať.

Obrázek 1
Inflační cíle a toleranční pásma, rok 2010



Zdroj: jednotlivé centrální banky

1 V méně vyspělých ekonomikách, které cílují inflaci, byla razantnější intenzita dezinflace. Vyspělejší ekonomiky v cílování inflace udržovaly stabilní inflaci při vyšším hospodářském růstu, zatímco ekonomiky jiných měnově-politických režimů za nízkou inflaci platily oslabením růstu.

1. Foukat proti větru?

1.1 Ceny aktiv

Debata o tom, zda měnová politika má nebo nemá „foukat proti větru – lean against the wind“ se objevila již v sedmdesátých letech (viz Poole, 1970) a oživuje celkem pravidelně s finančními turbulencemi. Bohatá diskuse na téma zda, kdy a do jaké míry mají centrální banky reagovat na vývoj cen aktiv, byla na stránkách světových odborných periodik vedena na přelomu tohoto tisíciletí. S příznivým makroekonomickým vývojem tato diskuse poněkud utichla, ovšem nástup krize na trhu amerických substandardních hypoték a její rozšíření do finančního sektoru i reálné ekonomiky v globálním měřítku tuto diskusi obnovil s nebývalou silou.

Začátkem současné dekády převažoval názor, soustředěný zejména kolem odborníků Fedu, že měnová politika má reagovat na ceny aktiv jen do té míry, do jaké ceny aktiv ovlivňují výhled inflace, resp. inflační prognózu. Inflační cíl představuje určitou nominální kotvu pro inflační očekávání a reakce měnové politiky na ceny aktiv by mohla mít nebezpečné psychologické důsledky pro chování trhů. Za riziko zohlednění cen aktiv v měnové politice je považováno zejména rozkolísání hospodářského růstu i inflace. Makroekonomická stabilita zajištěná cílováním inflace předpokládá snížení výskytu takových finančních poruch, které by mohly ekonomiku destabilizovat. To rovněž znamená, že cenová stabilita doprovázená makroekonomickou stabilitou je postačující podmínkou pro finanční stabilitu (viz např. Bernanke a Gertler, 1999 a 2001).

Zastánci přímé reakce měnové politiky naopak vždy zdůrazňovali preventivní krok proti nadměrnému zhodnocení cen aktiv, vedoucí potenciálně k chybné alokaci kapitálu, následnému vytvoření bublin a finančním turbulencím. Otázkou je samozřejmě to, kdy je růst cen aktiv nadměrný, takže každé úvaze o reakci měnové politiky by měla předcházet solidní analýza a měnová politika by měla reagovat pouze na fundamentální růst cen aktiv tažený poptávkou. V tomto případě může sice nastat kolísání makroekonomických veličin, nicméně pouze v krátkodobém horizontu. Ve střednědobém a dlouhodobém pohledu lze naopak očekávat vyšší makroekonomickou stabilitu než v situaci, kdy měnová politika bubliny ignoruje. Faktem je, že efektivní reakce měnové politiky záleží na včasné identifikaci bublin a transparentní a jasné komunikaci centrální banky. Reprezentativní pohled z této strany odborného spektra před současnou krizí nabízí studie Cecchetti et al (2000), která předestřela zásadní výzvu odhadovat, kdy je vývoj cen aktiv podložen fundamentálně[2] a jak tuto informaci zakomponovat do formalizovaného měnově-politického rozhodovacího procesu. Tato studie vnáší do měnově-politických úvah mainstreamu cílování inflace kacířskou myšlenku: Měnová politika sice musí být primárně zaměřena na cenovou

2 Studie se věnuje i často diskutovanému problému měřitelnosti nadhodnocení cen aktiv. I když není snadné zjistit, zda je růst cen aktiv fundamentálně nadměrný a dochází ke špatné alokaci aktiv, není to důvod proč tento problém ignorovat. Autoři přirovnávají tento problém k měření veličin typu potenciální produkt nebo rovnovážná úroková míra – tyto veličiny rovněž není snadné odhadovat, a přesto s nimi praxe centrálního bankovnictví běžně pracuje.

stabilitu, ale měla by“ lean against the wind“ v obdobích rostoucí finanční nerovnováhy, i když není inflační cíl ohrožen. Krátkodobě je možné tolerovat i odchylku od inflačního cíle, pokud se dlouhodobě omezí variabilita outputu a inflace a bude mít preventivní význam při vzniku budoucích nerovnováh.

Zásadní význam toho, zda je vývoj cen aktiv spojen s poptávkou zdůrazňuje i Smets (1997), který navíc poukazuje na to, že pokud jsou ceny aktiv taženy poptávkou, pak jejich růst potenciálně vytváří nerovnováhu na trhu a tato nerovnováha by měla být neutralizována přímou reakcí měnové politiky.[3] Goodhart a Hofman (2000) ukazují, že ceny aktiv obsahují cennou informaci o podmínkách budoucí poptávky.[4] To ovšem znamená, že pokud měnová měnová politika vývoj cen aktiv nebere v úvahu, neopírá se o dobře specifikovaný model ekonomiky a část relevantních informací ignoruje. Nezohlednění informace obsažené v cenách aktiv tak může vést k suboptimálnímu nastavení měnově-politických sazeb. Goodhart (2000) dokonce navrhuje zařazení cen nemovitostí do měnově-politického pravidla, stejně tak jako Cecchetti (2005), který navíc zdůrazňuje potřebu zahrnutí cen nemovitostí do indexu spotřebitelských cen.

K rozlišení mezi cenami nemovitostí a cenných papírů vede odlišná povaha těchto aktiv umocněná behaviorálními aspekty. Vlastnictví nemovitostí je rozšířené a mění spotřební chování domácností, vlastnictví cenných papírů je omezeno na užší okruh bohatších domácností a jejich spotřební chování nemění. Cecchetti (2005) ukazuje, že spotřeba domácností reaguje na růst cen nemovitostí dvakrát intenzivněji než na ceny cenných papírů. To, že ceny aktiv nejsou běžně součástí cílovaných ukazatelů inflace, kam spadají pouze ceny spotřebního zboží a služeb, je nepochybně určitým problémovým místem režimu cílování inflace.[5]

V aktuální debatě o tom, do jaké míry se měnová politika podílela na současné krizi a je-li v moci měnové politiky krizím předcházet, je otázka role aktiv v měnové politice samozřejmě velmi důležitá, ne-li ústřední. Trvalým názorem odborníků Fedu (např. Bernanke, 2010) je to, že bublina – tedy nadměrný růst cen aktiv tažený primárně poptávkou – je prokazatelná až ve zpětném pohledu. Na začátku boomu

3 Rozlišení toho, zda jsou ceny aktiv taženy fundamentálně (nabídkou) nebo poptávkou zakládá tato studie na tom, jak jsou ceny aktiv zkorelovány s minulou mezerou výstupu. Když pohyb cen aktiv obsahuje informaci hlavně o poptávce, je korelace s mezerou výstupu kladná a významná. Pokud je růst cen aktiv fundamentální, pak se korelace s mezerou výstupu nepředpokládá, anebo může být i záporná.

4 Autoři rovněž modelují a srovnávají dva typy indexů měnových podmínek – se zahrnutím cen aktiv (FCI) a bez zahrnutí (MCI). FCI měl při prognózování inflace větší přesnost než MCI, což opět potvrdilo důležitost informace obsažené v cenách aktiv. Srovnání na základě statistické významnosti ukazuje, že zahrnutí cen aktiv lépe modeluje budoucí poptávkové prostředí i inflaci.

5 Ceny běžných spotřebitelských komodit a ceny nemovitostí či jiných aktiv se mohou vyvíjet různým tempem a s určitou časovou diferencí. V úvahu navíc může přicházet i tzv. vytěsňující efekt, kdy růst výdajů spojených s koupí nemovitosti může způsobit omezení výdajů za ostatní spotřební zboží a služby, a to především v ekonomikách s nižší ekonomickou úrovní. Omezení výdajů se pak může projevovat v protiinflačních tlacích za tyto zboží a služby, které vlastně představují spotřební koš v CPI, právě na rozdíl od cen nemovitostí. Eurostat v současné době připravuje ve spolupráci s národními statistickými úřady rozšíření cenových indexů o ceny nemovitostí pro země EU, zahájení publikace je očekáváno v roce 2012.

na trhu s nemovitostmi probíhala široká diskuse s nezřetelným závěrem, zda je růst cen nemovitostí udržitelný nebo ne, a jestli se týká celé USA, nebo je omezen jen na lokální trhy. Následným argumentem je to, že takový růst úrokových sazeb, který by byl bublinu zastavil, by silně podvázal růst ekonomiky přesně v momentě, kdy růst nastartoval. Bernanke (2010) ovšem nově připouští, že pokud reformní opatření v oblasti finanční stability nebudou dostatečně účinná, musí měnová autorita zůstat otevřená k použití měnové politiky jako doplňkového nástroje pro reakci na systémové finanční riziko. Za nevhodný nástroj prevence krizí považuje měnovou politiku i Gerlach (2010), který považuje riziko zhoršení kontroly inflace a rozkolísání produktu za příliš vysoké na to, že se dosáhne pouze snížení pravděpodobnosti vzniku bubliny. Tito autoři považují regulační nástroje za dostatečnou odpověď na problémy, které spustily současnou krizi.

Skalním odpůrcem „leaning against the wind" a zastánce omezení se na „clean afterwards", tedy počkat až bublina splaskne a vypořádat se s jejími následky, zůstává bývalý šéf Fedu. Greenspan (2010) roli měnové politiky pro vznik současné krize popíral s tím, že ceny domů se odvíjejí spíše od dlouhodobých úrokových sazeb, a že vztah krátkých a dlouhých sazeb byl v USA v období 2002 až 2006 slabý. To ovšem neplatilo u flexibilních hypoték, které naopak na změny měnové politiky citlivé jsou, a jejichž masivnější poskytování problém sub-prime hypoték prohloubilo (IMF 2010, De Larosiére 2010). Bublina se dle Greenspana stává bublinou teprve v momentě, když praskne a zpřísnění měnové politiky jako reakce na bublinu není ani nízkonákladovým ani nízkorizikovým způsobem jak na podezření reagovat. Je však detekce bubliny skutečně tak složitá? Na evidentní rozsah přehřátí nemovitostního trhu v USA ukazovala před propuknutím např. studie Cecchetti (2005).[6]

Celkově je možné uzavřít tento problémový okruh tím, že předkrizovému období dominoval názor, že měnová politika není oprávněna reagovat na potenciální rizika spojená s růstem cen aktiv. Hlavními argumenty v tomto směru bylo to, že růst cen aktiv může mít fundamentální základ. I když je vysoká pravděpodobnost opaku, tedy bubliny, zásah měnové politiky musí být agresivní a zasáhne celou ekonomiku. Agresivní zásah se obtížně komunikuje, pokud není ohrožen inflační cíl, a pokud zásah přijde pozdě, je kontraproduktivní. Rizikům zásahu měnové politiky tedy dominuje ztráta produktu a kolísání produktu a inflace. Obecně byla z těchto důvodů v rámci mainstreamové literatury v oblasti měnové politiky věnována možným nástrojům, které by mohly s bublinami pracovat, nízká pozornost. Ačkoli je i dnes odborná sféra stále polarizovaná, studií, které jsou pro určité „leaning against the wind", přibývá, respektive vyhraněných zastánců „cleaning afterwards" ubývá.[7] Důvodem je i to, že likvidace následku krize se v případě této poslední krize prodražila extrémně, jakkoli je nad rámec této stati věnovat se přelivu „cleaning afterwards" do fiskální sféry.

6 Tato studie odhaduje, že ceny nemovitostí byly v období 2000–2005 o 67 % výše než by indikoval dlouhodobý průměr 1950–1995 korigovaný o inflaci.

7 Viz např. Nier (2009), White (2009), Goodhart (2010), Bean (2010).

1.2 Úvěrová expanze

Dalším momentem, který vstupuje do diskuse o bublinách na trzích aktiv, je úvěrová expanze, která je s bublinami a finančními nestabilitami úzce propojená. Úvěrový boom má pro centrální bankéře obdobnou informační hodnotu jako růst cen aktiv vyvolaný poptávkou. Stejně jako ceny aktiv zůstává ale vývoj úvěrů i dalších peněžních agregátů mimo prostor režimu cílování inflace, i když z jiných důvodů. Cílování inflace je režim vycházející z nové keynesovské ekonomie a teoretické paradigma, na němž je založen, předpokládá, že inflace v krátkém období není peněžním jevem. Na rozdíl od monetaristického vidění světa, které akcentuje nabídku peněz jako základní nástroj ke stabilizaci inflace, v tomto myšlenkovém směru je role měnové politiky je spojena s kontrolou agregátní poptávky prostřednictvím krátkých úrokových sazeb. S tím souvisí i to, že teoretické zázemí cílování inflace předpokládá, že měnová politika může efektivně fungovat bez explicitního zájmu o vývoj peněžních agregátů.

Na vztah cen aktiv a vývoje úvěrů poukazují např. Goodhart a Hofman (2000). Názor, že růst úvěrů, pozorovatelný před krizí (a to nejen v USA) signalizoval nerovnovážné tendence ve finančním sektoru i v reálné ekonomice poměrně dlouho před propuknutím samotné krize, není ojedinělý. Na to, že před krizí nebyla dostatečně sledována dynamika úvěrů a na souvislosti mezi nadměrným růstem cen aktiv a příliš rychlou dynamikou úvěrů poukazuje i De Larosiére (2010). Expanzi úvěrů je dle tohoto autora možné přímo spojit s růstem cen aktiv. Zásadní je, že explozivní růst úvěrů je třeba brát jako peněžní jev – kdy závažným argumentem je přibližně dvojnásobná dynamika úvěrů ve srovnání s dynamikou nominálního HDP v předkrizovém období. De Larosiére (2010) zastává pevné stanovisko, že centrální bankéři by měli začít sledovat pozorněji jak vývoj peněžních ukazatelů, tak i ceny aktiv. Úvěrová expanze by měla minimálně vyvolat diskusi ohledně vhodného nastavení měnové politiky

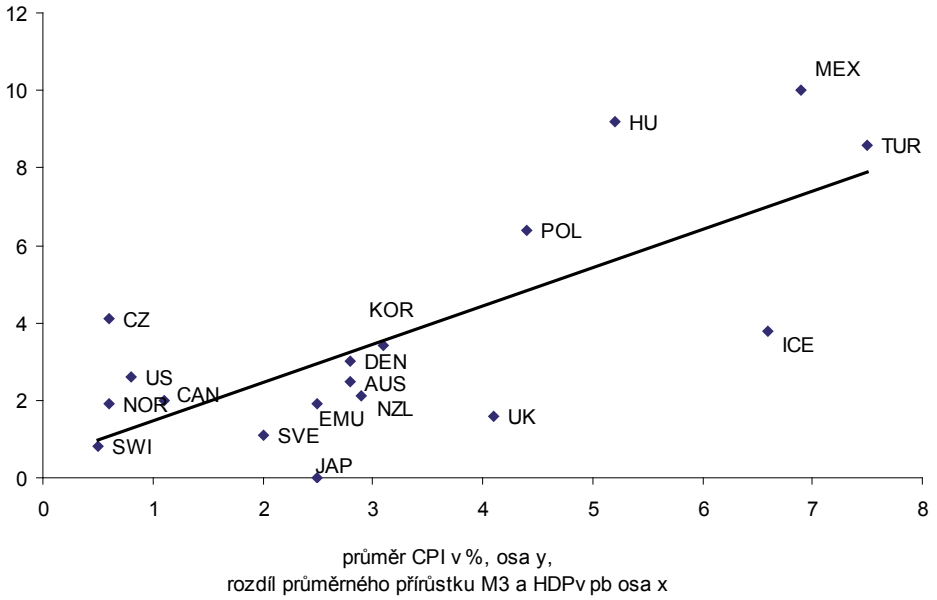
Názorový proud, zdůrazňující negativní význam nadměrného zhodnocování aktiv a spojující tento efekt s úvěrovou expanzí argumentuje důležitým příčinným psychologickým momentem. Vysoké ceny aktiv produkují subjektivní efekt vnímání bohatství, které podněcuje další poptávku po úvěru. Čím vyšší je subjektivně vnímaná hodnota aktiv, tím se zvyšuje sklon k zadlužování. Cecchetti (2005) poukazuje (ze současného pohledu velmi prozíravě) na to, že nadměrné zhodnocování cen aktiv vede nejen k vytváření bublin, distorzím informačního obsahu systému cen, špatné alokaci aktiv, ale i k celkově nadměrnému optimismu v ekonomice, který zasahuje i veřejné finance. Faktem je, že riziko bublin pro hospodářskou politiku skutečně spočívá mimo jiné i v tom, že nadhodnocené ceny aktiv vedou k nadhodnocení potenciálního produktu a tvůrci hospodářské politiky potom mají tendenci stabilizovat výstup chybně na vyšší hladině. To byl zjevně případ USA v letech 2004 až 2007.

Klasické vysvětlení krize v nadměrné kreaci úvěrů uvádí rovněž Taylor (2008). Interpretaci vzniku krize a jejích důsledků akcentující principy rakouské školy lze najít ve studii White (2009). Snadná dostupnost úvěrů, jejich expanze vede zákonitě k chybným a dlouhodobým investičním rozhodnutím, koncentrovaným do určitých sektorů, v nichž dochází k růstu cen. To stimuluje další investice do příslušného sektoru,

další poptávku po úvěrech, k jejichž splacení ovšem v důsledku neexistuje v ekonomice dostatek prostředků. Faktem je, že současný vývoj cen nemovitostí v USA dává teoretickým základům rakouské školy do značné míry za pravdu. Důležitá dimenze rakouské interpretace je i v tom, že excesivní tvorba peněz a úvěrů vede k zásadním nerovnováhám mimo finanční systém.

V současné praxi režimu cílování inflace bere měnová politika peníze, úvěry a ceny aktiv v úvahu jen do té míry, do níž nepřímo ovlivňují inflační prognózu. Tato ignorance peněz v měnové politice může být dalším důvodem, proč cenová stabilita není postačující podmínkou stability finanční. S názorem, že inflace je peněžním jevem, lze polemizovat. O tom, že je peněžním jevem finanční nestabilita, ale nemůže být pochyb. Expanze úvěrů do značné míry souvisí s vývojem cen aktiv, a proto by úvěrový boom stejně jako růst cen aktiv vyvolaný poptávkou, neměl zůstat na okraji pozornosti centrálních bankéřů a minimálně by měl vyvolat diskusi o tom, zda tyto jevy nejsou signálem hrozících turbulencí. To, že i v předkrizovém období inflace souvisela s peněžním vývojem, naznačuje obrázek 2, který ukazuje souvislost mezi měnovým převisem (rozdílem průměrného přírůstku peněžního agregátu M 3 a průměrným nominálním přírůstkem HDP) na straně jedné a průměrnou inflací na straně druhé pro různé země v období 1996 až 2007.

Obrázek 2
Měnový převis a průměrná inflace, 1996–2007



Zdroj: Eurostat, jednotlivé centrální banky.

Realita současné krize zpochybnila teoretické předpoklady cílování inflace spočívající v tom, že vývoj peněžních agregátů i ceny aktiv bere měnová politika v úvahu jen do té míry, do jaké tyto veličiny ovlivňují inflační prognózu. Z teoretického hlediska dal vývoj silný argument kritikům současného mainstreamu nového konsensu v tom, že tento teoretický základ nenašel adekvátní způsob, jak začlenit peníze do modelové představy o fungování ekonomiky. Inflace je ve střednědobém a dlouhodobém, hledisku peněžním jevem a měnová analýza musí najít ve formalizovaném světě měnově-politického rozhodování své místo. Dalším problémem je, že makroekonomická teorie předpokládá hladké fungování finančních trhů, které ovšem reálná praxe pravidelně vyvrací. Z praktického hlediska měnové politiky je třeba vrátit do centra zájmu centrálních bankéřů měnovou analýzu – v současné době je to praxí u zemí cílujících inflaci tuto praxi razí především ECB, která nikdy neopustila tzv. druhý pilíř své měnové politiky a navázala tak na úspěšnou praxi Bundesbanky v poválečném období.

1.3 Přispěla volná měnová politika ke krizi?

Obecnějším rozměrem otázek role aktiv a dynamiky úvěrů je to, jakou roli hraje při nadhodnocování cen aktiv a při vzniku úvěrového boomu nastavení základních úrokových sazeb. Konkrétní otázkou je potom, zda je volná (resp. akomodativní) měnová politika dlouhodobě udržitelná. S určitou mírou zjednodušení lze konstatovat, že ekonomové, kteří dávají příliš uvolněné měnové politice Fedu vinu za vznik současné krize, v zásadě požadují, aby měnová politika hrála větší roli při prevenci bublin, nicméně odborné názory mají i jemnější nuance. Krize poněkud zmírnila rétoriku odborného okruhu Fedu. Např. Bernanke (2010) již příspěvek měnové politiky k nadhodnocení cen nemovitostí plně neodmítá, nicméně s výhradou, že hlavní díl příčin krize patří regulaci a dohledu. Nicméně důležitost role volné měnové politiky jako kořenů krize neakceptuje, obdobně jako King (2010), který akcentuje roli rozšiřujících se nerovnováh ve sféře světového obchodu.

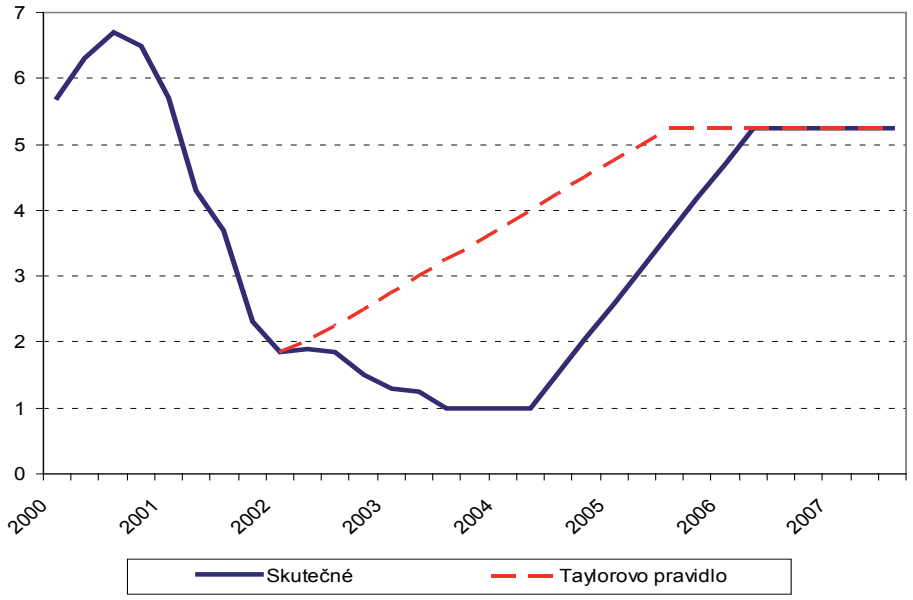
Velmi vyhraněný názor na měnovou politiku Fedu v letech 2002 až 2006 prezentuje Taylor (2007), který ve stati publikované ještě před krizí argumentoval tím, že ceny nemovitostí jsou citlivé na sazby peněžního trhu, a proto je volná měnová politika nebezpečná. Obdobně pevný názor na vznik bublin jakožto přímého důsledku nízkých úrokových měr prezentuje De Larosiére (2010). Za nízké úrokové míry tito autoři považují v zásadě úrokové míry odchylující se od klasického Taylorova pravidla (viz Taylor, 1993). Taylor (2008) uvádí srovnání skutečných sazeb Fedu se sazbami, které by platily s využitím jeho klasického měnově-politického pravidla (viz obrázek 3).

Nejvyšší diferenci mezi nastavením sazeb dle Taylorova pravidla a realitou umísťuje tato studie do roku 2004, kdy dosahuje 300 bazických bodů. Tato odchylka je nejvyšší od roku 1970, což evidentně představuje výraznou diskreci a odchylku od dlouhodobě používaných pravidel. Stejný autor Taylor (2008) prezentuje analýzu založenou na regresním modelu, kdy ukazuje empirickou závislost mezi sazbami

a zahájenou výstavbou domů. Analýza uvádí odhad, že při zachování Taylorova pravidla, a tedy vyšších sazeb, by bublina ve výši 300 tis až 500 tisíc domů každoročně v letech 2003 až 2006 byla bývala nebyla vytvořena. Současně obsahuje analýza závěr, že reakce na krizi byla přemrštěná, a že měnová politika by se co nejdříve měla vrátit k principům, které fungovaly dříve – tedy v zásadě klasické Taylorovo pravidlo.[8]

Existuje rovněž skupina odborníků, kteří nejsou přesvědčení, že „leaning against the wind" by zabránilo přehřátí nemovitostního trhu v USA, vidí ale v příliš uvolněné měnové politice Fedu příspěvek k tomuto přehřátí (viz Carosio, 2010; Iacovello a Neri, 2010). Kombinace výrazného růstu cen aktiv, který není podložený fundamentálními faktory spojenými s rychlým růstem úvěrů, by tak měla minimálně vyvolat diskusi o tom, zda není měnová politika nastavená příliš volně. Pokud je přitom inflační prognóza v souladu s inflačním cílem, stojí měnová autorita před problémem „leaning against the wind". Řada autorů se přiklání k reakci, kterou prvně formuloval Ceccheti a kol. (2000), tedy k tomu, že má-li centrální banka signály o nadměrném růstu úvěrů nebo cen aktiv, měla by reagovat preemptivně zvýšením základních úrokových sazeb, i když není přímo ohrožen inflační cíl, dokonce i za cenu jeho krátkodobého podstřelení, a to v zájmu udržení středně a dlouhodobého udržení finanční stability – viz rovněž Caruana (2010).

Obrázek 3
Skutečné sazby Fedu versus sazby dle Taylorova pravidla



Zdroj: Taylor (2010)

8 V této stati Taylor navíc poukazuje na základě regresní analýzy na silný vliv měnové politiky Fedu na politiku ECB. Rovněž na datech v období 2001–2006 identifikuje nebezpečný boom na nemovitostním trhu ve Španělsku., Řecku a Irsku.

Debata o „leaning or cleaning“ zatížena vysokou mírou nejistoty, protože skutečné propíchnutí bublin bylo historicky ojedinělé a diskuse o efektivnosti této reakce proto nemá jasný empirický výsledek. Obtížně by se nicméně nalézaly argumenty proti tomu, že měnová politika spoluvytváří prostředí, v němž bubliny aktiv a úvěrů vznikají. I když není shoda v tom, zda lze na bubliny reagovat preemptivně, pak minimálně je třeba hledat řešení, kdy měnová politika způsobí méně škody. Existuje dostatečný prostor od pasivního přihlížení k nadměrnému růstu úvěrů a/nebo cen aktiv k agresivnímu řešení již vzniklých bublin. Centrální banka by si měla být s dostatečným stupněm pravděpodobnosti jistá, že politika není tak volná, aby vytvářela prostředí pro vznik bublin. Optimální měnová politika by měla být neutrální a symetrická. Tento názor by se v prostoru „leaning or cleaning“ dal charakterizovat jako udržování bezvětří či mírného příznivého vánku.

Řada ekonomů (např. Adrian a Shin, 2008, Jiménez a kol., 2007) se ztotožňuje s názorem, že delší období nízkých úrokových sazeb, resp. volné měnové politiky vede banky a finanční instituce k akceptaci vyššího rizika a je podhoubím pro vznik bublin a morálního hazardu. Souvislostí s problémem morálního hazardu a nastavením úrokových sazeb se podrobněji zabývá White (2009). Je normální, a tato krize jen znovu potvrdila, že dlouhodobě nízký výnos z běžných obchodů povzbuzuje rizikovější typy aktivit s větším výnosem a vede k uvolňování úvěrových standardů. Tento efekt lze definovat jako tzv. risk-taking channel měnové transmise, jedná se o intenzitu vnímání rizika ekonomickými subjekty v závislosti na nastavení měnové politiky. Pokud centrální banka, jejíž autorita je vysoká, nečinně přihlíží k rizikovému chování finančních institucí a o rizicích mlčí, pak celkově zvyšuje akceptaci rizika.

Zajímavý úhel pohledu na reakci Fedu nabízí Walsh (2009). Dle této studie v roce 2008 Fed reagoval příliš agresivně. Vzhledem k tomu, že cílování inflace je založeno na důvěře k chování centrální banky, je agresivní snížení sazeb nebezpečné, protože může vést účastníky trhu k úvahám, že situace je ještě horší než ve skutečnosti. Problémem do budoucna je pak to, že slib centrální banky držet sazby nízké po dlouhou dobu může vytvářet značná rizika pro budoucí vývoj. Dle této studie především hrozí výrazné inflační tlaky v budoucnu. Obdobně považuje reakci Fedu za zbytečně intervenční i Taylor (2010), který požaduje, aby se historicky nízké sazby začaly co nejdříve vracet k dlouhodobě vyváženým hodnotám. White (2009) k těmto kritickým pohledům připojuje i to, že současná politika nízkých úrokových sazeb již dnes znamená nižší efektivnost měnové politiky v budoucnu.

Nebezpečí vydat se na cestu dlouhodobě nízkých úrokových sazeb, protože je z nich těžký únik zdůrazňují i Borio a Drehman (2009), kteří kromě rizika podpory vzniku bublin ukazují i na různé kanály, kterými dlouhodobě volná měnová politika přispívá ke snižování potenciálu ekonomiky. Za zmínku stojí kromě standardních úvah ohledně akceptace vyššího rizika a snižování míry úspor také to, že dlouhodobě nízké úrokové sazby napomáhají delšímu přežívání neefektivních firem. Celková debata o tom, zda je volná měnová politika dlouhodobě udržitelná, přesahuje samotné hodnocení měnové politiky do širší oblasti makroekonomické a finanční rovnováhy.

2. Modelový aparát měnové politiky

Teoretickým základem cílování inflace je nová keynesovská ekonomie, kombinující prvky klasické mikroekonomie s keynesovskou tradicí. Výstižně tuto novou syntézu charakterizuje Walsh (2009): Noví keynesovci přijali modelové metodologie nové klasické školy a nová klasická škola přijala jisté frikce jako realitu. Centrální banky cílující inflaci využívají v současné době standardní dynamické stochastické modely všeobecné rovnováhy (dále DSGE). Tyto modely mají oproti dříve využívaným ekonometrickým modelům výhodu v obohacení o prvky klasické mikroekonomie vnášející do modelů chování jednotlivých sektorů a umožňující tak strukturální analýzu hospodářského cyklu. Teoretické základy současného mainstreamu dlouhodobě abstrahují od fungování finančních trhů, protože teoreticky je předpokládána jejich bezproblémová funkce.

Vývoj v letech 2008 až 2009 ukázal základní slabinu toho, že finanční sektor nemá v modelech své místo a není tam zahrnut, protože nejenže nemusí fungovat hladce, ale dokonce může být sám zdrojem šoku propagujícím se dále do reálné ekonomiky. V reálném světě současné ekonomiky je bankovní soustava velmi důležitou součástí transmisního mechanismu měnové politiky. Pokud měnově-politické modely centrálních bank fungování finančního systému nezahrnou, není měnově politické rozhodování ovlivněno vývojem na finančních trzích do té míry jako je jím ve skutečnosti zasahována reálná ekonomika. Na tuto zásadní slabinu DSGE modelů poukazuje i Tovar (2008) s tím, že zásadní význam finančních trhů je zřejmý už z krize 30 let. Pro akademický výzkum i centrální banky vzniká nová skutečně vážná diskuse či výzva – pokusit se vytvořit modely zahrnující explicitně i finanční sektor, protože měnová politika by se měla opírat i o fungování finančních trhů.

Výzvou pro modelování je především formalizace několika základních problémů vznikajících ve finančním sektoru. Minimálně se jedná o zhoršování kvality úvěrů, zvyšování míry nesplácených úvěrů a defaultů, nedostatek likvidity, credit-crunch vznikající z různých příčin. Následným problémem je formalizace přenosu těchto šoků mezi finančním sektorem a reálnou ekonomikou. Měnově politická autorita potřebuje mít informace o tom, jaká je optimální reakce na tyto typy poruch, respektive šoků. Primárně jde o to, zda má být tato reakce kvalitativně zaměřena na změnu úrokové sazby, či je vhodné použít nástroje jiného typu. Modelování transmisního mechanismu předpokládá formalizaci vztahů mezi bankovními zprostředkovateli a reálnou ekonomikou. V režimu cílování inflace centrální banka změnou základní úrokové sazby ovlivňuje pohyb sazeb finančního trhu a ty následně mají působit na pohyb sazeb klientských. Od podzimu 2008 se ale tento transmisní mechanismus, který lze chápat jako jakousi převodovku, která zajišťuje vliv nastavení základních úrokových sazeb přes finanční trhy a bankovní sektor do reálné ekonomiky v řadě zemí zadrhl.

Akademický výzkum v této oblasti začal reagovat již na počátku současné krize a první výsledky v tomto směru dalšího výzkumu jsou pro budoucí směr měnově-politických modelů přínosné. Připomeňme, že první pokusy zahrnout do DSGE modelů finanční aspekt vznikly již před krizí – např. Bernanke, Gertler a Gilchrist (1999)

a Iacovello (2005). Tyto studie se ale nepokoušely zahrnout do DSGE modelů přímo bankovní sektor, který je finančním zprostředkovatelem. Krize přitom ukázala zřetelně na význam bankovního sektoru v transmisi měnové politiky a na tento fakt poukazují a reagují novější studie. Role bankovního zprostředkování v jednotlivých ekonomikách je tím významnější, čím významnější je podíl bankovních vkladů a půjček v rozvahách finančních aktiv a pasiv domácností. Objevují se první práce, které se pokoušejí modelovat problémy, které poslední tři roky přinesly do finanční a ekonomické reality.

Na zásadní význam zahrnutí prvků finančních frikcí do DSGE modelů poukazuje studie Goodhart et al. (2009), která porovnává význam šoků v modelech zahrnujících či nezahrnujících různé typy frikcí. Zdůrazněn je především význam likviditních podmínek a možnosti defaultů. Zapracování možnosti defaultu do DSGE modelu mění mechanismus přenosu klasických typů šoků, s nimiž modely operují (technologický šok, fiskální šok, poptávkové i nabídkové šoky) na ekonomickou aktivitu i finanční stabilitu. Absence defaultu jakožto důležitého prvku tržní ekonomiky přitom jednoznačně vede k zjednodušení, respektive distorzím v modelovém příběhu.

Jeden z prvních pokusů přímého zahrnutí bankovního sektoru do DSGE modelu je Gerali et al. (2009). Výsledky ukazují rozdíl transmisního mechanismu pro případy zařazení nebo naopak nezařazení bankovního sektoru do modelu. Scénář finančních turbulencí, který modeluje propagaci finančního šoku do reálné ekonomiky, předpokládá vytvoření rizikové přirážky nezávisle na změně základní úrokové sazby a omezuje poskytování úvěrů domácnostem a podnikům. Dopady na reálnou ekonomiku jsou v případě tohoto vývoje velmi významné, a to primárně zejména dopady na investiční aktivitu. Sekundární spillover přes sektor domácností potom přispívá k výraznému propadu agregátní poptávky a produktu. Modely doposud ignorovaly nezávislost rozhodnutí bank ohledně nastavení klientských úrokových sazeb, ačkoli tento faktor může modifikovat vliv měnové politiky na reálnou ekonomiku.

Dosti významně mění dosavadní pohled na razantní trajektorii „cleaning afterwards“ studie Dellas, Diba a Loisel (2010). Konkrétně na šoky, které zvyšují default bankovních úvěrů nebo zvyšují potřebu dodatečných rezerv bank, nemá smysl reagovat výraznou změnou úrokových sazeb ale raději některým z nekonvenčních nástrojů. Zahrnutí bankovního sektoru do modelu zde výrazně mění běžná konvenční doporučení pro trajektorii úrokových sazeb, která dávají standardní DSGE modely nezahrnující bankovní sektor. Důležitým prvkem je to, že zvyšování defaultu úvěrů vede banky ke zvyšování klientských sazeb a snižování objemu poskytovaných úvěrů. Celkově studie zpochybňuje účinnost razantních zásahů měnové politiky na finanční šoky, doporučuje měnit úrokové sazby jen minimálně, čímž také automaticky řeší problém zero level bound. Na potřebu méně agresivní odpovědi v případě reakce měnové politiky na šok vyvolaný rizikovými hypotékami ukazuje studie Forlati a Lambertini (2010). Počátky modelování vazeb mezi bankovním sektorem a reálnou ekonomikou jakožto důležitou částí transmisního mechanismu (přibližně jej můžeme označit jako závěrečné rameno transmisního kanálu) ukazují na modifikace optimální trajektorie měnové politiky – předběžně pravděpodobně ve směru její vyšší stability oproti častěj-

ším změnám. Je to také cesta, kterou bude možné lépe objasnit fungování transmisního mechanismu, které se v jednotlivých fázích ekonomického cyklu liší a je modifikováno různými typy šoků, které může reálný vývoj přinést.

První výsledky tedy naznačují, že zahrnutí bankovního sektoru do modelů a modelování různých typů finančních frikcí bude nadějným způsobem, jak přiblížit měnově-politické modely reálné ekonomice. Nicméně ani další rozvoj modelového aparátu nemůže změnit fakt, že modely mohou obecně zahrnovat pouze skutečnosti, které lze formalizovat. Pravděpodobně se nikdy nepodaří zkonstruovat model, dokonale postihující složitou realitu finančních trhů a reálné ekonomiky Například základní problém oslabené transmise během krize měl silný subjektivně psychologický náboj obecné nedůvěry, který udržoval klientské úrokové sazby na vyšší úrovni než by odpovídalo sazbám na finančním trhu. Nelze rovněž očekávat, že by modely ukazovaly předem základní body obratu. Lze ale očekávat, že obohacení o finanční sektor lépe zarámuje měnově-politickou diskusi a přinese nové informace nejen o fungování transmisního mechanismu ale celkově o vazbách mezi reálnou ekonomikou, bankovním sektorem a finančními trhy. A v neposlední řadě přinese i informace využitelné v oblasti finanční stability, která se v posledních letech stala dalším předmětem zájmu centrálních bank.

3. Měnová politika a finanční stabilita

Mainstreamovým názorem v období před krizí bylo to, že cenová stabilita v kombinaci s předvídatelností měnové politiky sníží pravděpodobnost finanční nestability. Tento názor byl ale vývojem v letech 2008 až 2009 vyvrácen z kořenů a problematika finanční stability se dostala do popředí odborné diskuze. V rámci této diskuse, která je do značné míry spojena s diskuzí o budoucích směrech vývoje měnové politiky, je většinovým názorem, že by mandát centrálních bank měl být rozšířen i o péči o celkovou finanční stabilitu.[9] Péči o finanční stabilitu má v současné době ze skupiny G 20 explicitně zákonem stanovenou 17 centrálních bank (viz OECD 2010).[10] Centrální banky pravděpodobně nemohou zabránit dalším krizím, ale širším záběrem snad roste šance snížit pravděpodobnost vzniku finančních turbulencí a přispět k celkově stabilnějšímu finančnímu prostředí. Shoda panuje v tom, že primárním cílem měnové politiky musí zůstat stabilita cenová. Otázkou do diskuse ale je to, v jakém vztahu budou tyto dva mandáty centrálních bank, resp. jak se mohou navzájem ovlivňovat. Jasná shoda – viz předchozí text – nepanuje ani v tom, zda se mají centrální banky snažit o to, prostřednictvím standardních měnově-politických nástrojů, zejména pohybu úrokových sazeb, finanční stabilitu přímo ovlivňovat.

9 Viz např. Nier (2009), Bean (2010), Carosio (2010), De Larosiére (2010), Geraats (2010), Gerlach (2010), Goodhart (2010), IMF (2010).

10 Ze zemí G 20 nemá zatím péči o finanční stabilitu zákonně zakotvenou centrální banka Austrálie, Indie a Koreje.

Finanční stabilita na rozdíl od cenové stability nemá jasně definovaný operační rámec ve smyslu jednoznačně definovaného ukazatele či kritéria. Finanční nestabilita, která přeroste v problém systémově ohrožující hospodářství, je velmi pravděpodobně mixem různých nestabilit, překročením bezpečných hranic různých typů indikátorů. Jedná se o multikriteriální veličinu, o jejichž jednotlivých kritériích a jejich mezních či rizikových hodnotách v současné době probíhá odborná diskuse. Konstrukce kompozitních a syntetických indikátorů v oblasti finanční stability je pro výzkum velmi důležitou výzvou. Přínosným směrem výzkumu je např. studie Borio a Drehman (2009 b) kombinující varovný potenciál ukazatelů růstu úvěrů a cen aktiv do relativně jednoduché podoby varovného signálu pro bankovní krizi. Nicméně zde dosud není zapracován zásadní problém pákového efektu a autoři označují za další vážný problém mezinárodní dimenzi a přeshraniční přenos poruch. Dalším problémem jsou zjevně i finanční inovace, u nichž není dostatečná zkušenost s hodnocením rizikovosti. Bude třeba pozorně sledovat veškeré nerovnováhy nebo nestability ukazatelů, ať již v odchylkách od konsensuálně stanovených nebo historicky sledovaných hodnot, nebo hodnot, které odpovídají fundamentálnímu základu těchto veličin či ukazatelů.

V každém případě je finanční stabilita zejména o mapování a hodnocení rizik, která vznikají ve finanční soustavě i v reálné ekonomice (např. Dijkman, 2010). Základní zadání, které dnes má před sebou tento nový směr akademického výzkumu i praxe centrálního bankovnictví, je zmapovat finanční systém, vazby mezi jednotlivými subjekty a propojení s reálnou ekonomikou. Nově vznikajícím pojmem je systémové riziko, jehož identifikace má pro udržení finanční stability klíčovou roli. Systémové riziko ve finančním systému je v zásadě definováno jako natolik závažná porucha funkce finančních institucí, která přesáhne až do reálné ekonomiky. Caruana (2010) zdůrazňuje dvě dimenze systémového rizika – sektorovou a časovou dimenzi. Riziko napříč jednotlivými sektory vyplývá z vazeb mezi jednotlivými institucemi, jejich společných expozic a přenosu nákazy. Systémově důležitou institucí je ta, jejíž problémy vyvolají turbulence v celém finančním sektoru. Časová dimenze systémového rizika souvisí s procykličností vývoje ve finančním sektoru a její souvislostí s cyklickým vývojem reálné ekonomiky. Do značné míry aspekt procykličnosti systémového finančního rizika souvisí s otázkami rozebíranými v části 1. Rovněž kanál akceptace rizika v transmisním kanálu měnové politiky je patrně značně procyklický – riziková prémie se v dobrých časech snižuje a ve špatných časech zvyšuje.

Necháme-li nyní stranou úvahy o bezpečném nastavení základních úrokových sazeb, patří mezi nástroje, které lze v udržování finanční stability využívat, v zásadě regulační mikroekonomické nástroje typu požadavků kapitálové přiměřenosti, ukazatelů likvidity, poměrů mezi úvěrem a zástavou, různé typy opravných položek a omezení pro pákové ukazatele. Nově vznikající typ hospodářské politiky – makroprudenční politika – nemá zatím jasné kontury a bude do značné míry ovlivňována regulačními změnami, ke kterým po krizi globálně dochází. Ekonomové, kteří považují nekvalitní regulaci či selhání dohledu za hlavní příčinu krize, nebudou zřejmě věnovat měnové politice a její úloze v udržování celkově finanční stability zásadní význam. Naopak

ekonomové, kteří v příliš volné měnové politice Fedu v letech před krizí důležitou příčinu současných problémů vidí, nemohou považovat regulační a dohledové aktivity za postačující. Hlavním momentem polemiky s názorem že finanční stabilita je zajistitelná regulačními nástroji je to, že ekonom, který považuje příliš nízké sazby za kořeny bublin, nemůže souhlasit s tím, že regulatorní nástroje jsou postačující obranou proti nadměrnému zhodnocování aktiv a úvěrové expanzi. V logice tohoto myšlenkového rámce by při signálech ohrožení finanční stability měnová politika měla být přísnější a tolerovat i podstřelení inflačního cíle v zájmu zachování celkové stability.

Interakce mezi měnovou politikou a politikou makroprudenční bude nesporně jedním z nosných směrů ekonomického výzkumu v příštích letech. Proticyklické nastavení regulačních nástrojů vlastně znamená zásah do měnových podmínek a může interferovat s nastavením měnové politiky a bude se zcela nepochybně jednat o období pokusů a omylů než se nový systém hospodářské politiky dostane do určité rovnováhy a dosáhne vnitřní konzistence. Poznatky uvedené v předchozích částech stati jasně ukazují, že rozšiřování měnově-politických modelů o finanční sektor je jedním z důležitých prvků výzkumu finanční stability. Neméně důležitý bude pohled na to, jak nová regulační opatření v bankovním sektoru ovlivní finanční sektor i reálnou ekonomiku. Důležité bude rovněž propojení zpětných vazeb mezi reálnou ekonomikou a finančním systémem. Finanční stabilita bude vyžadovat komplexní typy analýz, ale je velmi pravděpodobné, že se opět objeví slepá místa. Je rovněž pravděpodobné, že tradiční úzký pohled na cenovou stabilitu (prizmatem spotřebitelské, či ještě úžeji měnově-politické inflace) se může s celkovou stabilitou finanční dostat do konfliktu – koneckonců je to ústřední motiv krize vzniklé v USA. Tyto cíle ale pravděpodobně mohou být konfliktní pouze v krátkém časovém horizontu, v horizontu středně a dlouhodobém by měly být ve shodě. Zde se mohou objevit nové výzvy v oblasti volby vhodného modelového aparátu, protože v současnosti nejpopulárnější DSGE dávají lepší výsledky pro krátkodobý časový horizont (což také odpovídá měnově-politickému horizontu cílování inflace) než pro dlouhodobé účely.

Závěr

Vývoj v posledních třech letech dal nový impulz i rozměr diskusi o řadě otevřených otázek spojených s měnovou politikou, především má-li se měnová autorita operující v režimu cílování inflace snažit preemptivně reagovat na nadměrný růst cen aktiv a/nebo úvěrovou expanzi v situaci, kdy není na horizontu prognózy přímo ohrožen inflační cíl. Tato otázka přímo souvisí i s tím, zda je volná měnová politika, která může tyto jevy podporovat, dlouhodobě udržitelná, resp. žádoucí. Stať přináší diskuzi aktuálních prací na toto téma a přiklání se k názorovému spektru, které zdůrazňuje rizika dlouhodobě uvolněné měnové politiky nejen pro finanční stabilitu, ale i pro dlouhodobě vyvážený hospodářský růst.

Zkušenost posledních tří let otevírá otázku, zda zaměření na pouhou cenovou stabilitu, která je navíc aproximována ukazatelem zachycujícím inflační tlaky v ekono-

mice neúplně, není příliš úzké. Současná krize zjevně vyvrátila názor, že samotná cenová stabilita je postačující podmínkou pro stabilitu finanční. Pro centrální banky to znamená budoucí rozšíření svého záběru o aktivity v oblasti péče o finanční stabilitu. Výzvou je pokusit se vytvořit celkově stabilnější finanční a makroekonomické prostředí, minimalizovat nadměrnou koncentraci a kumulaci rizik a v neposlední řadě omezovat výskyt morálního hazardu.

Jednou ze základních slabin měnové politiky operující v režimu cílování inflace je předpoklad hladkého fungování finančních trhů a absence bankovního sektoru jakožto základního prvku transmisního mechanismu v měnově-politických modelech. Nosným směrem výzkumu je proto zapracovat do měnově-politických modelů bankovní sektor, prohloubit identifikaci kanálů transmisního mechanismu měnové politiky, zmapovat vazby v rámci finančního sektoru a mezi finančním sektorem a reálnou ekonomikou. Určitou oklikou se tak do měnově-politického rozhodování budou vracet peníze, které z něj teoretické zázemí nového konsenzu měnové politiky vyřadilo.

Krize znovu vyzdvihla zásadní význam nerovnováh všeho druhu. Ignorance jakékoli nerovnováhy v přítomnosti zvyšuje riziko turbulence v budoucnosti, a to turbulence, která se může projevit na sektorově i teritoriálně odlišném trhu. Dnes ještě není zřejmé, jakým způsobem zasáhnou globální ekonomiku obrovské sumy peněz vynaložené na sanaci krize. Je pravděpodobné, že se tím vytvořily kořeny budoucích nerovnováh – tentokrát zřejmě v oblasti rozvíjejících se ekonomik. I to se projeví na prostředí, v němž budou centrální banky v budoucím období operovat.

Práce centrálních bank bude ovlivněna změnami v regulaci finančního sektoru, které vznikly jako odezva na krizi, a to nejen přímo opatřeními v oblasti dohledové a regulační, ale rovněž v návaznosti na interakce těchto opatření s měnovou politikou. Všechny tyto změny budou vytvářet pro rozšířený mandát centrálních bank nové prostředí. Po období většího klidu na akademickém poli tak čeká centrální bankovnictví období hledání konsensuálních odpovědí na řadu starých i nově vzniklých otázek, což nesporně posune dopředu mnoho navazujících oblastí ekonomického výzkumu. Ale patrně si nelze ani od výzkumu ani od žádného typu hospodářské politiky slibovat, že dokáže krizím zabránit. Jejich výskyt je spojen se samotným psychologickým základem podnikatelského ducha – snažit se o co nejrychlejší a nejvyšší zisk. Důležitá zkušenost z této poslední krize, a to nejen pro centrální banky, ale pro všechny tvůrce hospodářské politiky je to, že čím déle trvá klidné období, tím více sílí přesvědčení, že se jedná o klid trvalý – a o to překvapivější jsou turbulence, které se zákonitě objeví. Krize rovněž znovu ukázala, že zárodky krizí vznikají v časech dobrých, kdy aktéři hospodářské politiky mají tendenci rizika ignorovat či podceňovat.

Literatura

ADRIAN, T.; SHIN, H. S. 2008. Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy. Staff Report, Federal Reserve Bank of New York, September 2008, No. 346.

BERNANKE, B., et al. 1999. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton University Press, 1999.

BEAN, CH. et al. 2010. Monetary Policy after the Fall. Paper for the Federal Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 2010, pp. 1–65.

BERNANKE, B. S. 2010. Monetary Policy and the Housing Bubble. Paper for the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, January 2010.

BERNANKE, B. S.; GERTLER, M.1999. Monetary Policy and Asset Price Volatility. Paper for "New Challenges for Monetary Policy" symposium, Jackson Hole, Wyoming. 1999.

BERNANKE, B. S.; GERTLER, M. 2001. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? *Policy implications of macroeconomic research*. May 2001, Vol. 91, No. 2, pp. 253–257.

BERNANKE, B. S.; GERTLER, M.; GILCHRIST, S. 1999. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. *Handbook of Macroeconomics*. 1999, Vol. 1, pp. 1342–1393.

BORIO, C.; DREHMANN, M. 2009 a. Towards an Operational Framework for Financial Stability: "Fuzzy" Measurement and its Consequences. Central Bank of Chile Working Paper, 2009 No. 544, pp. 1–47.

BORIO, C.; DREHMANN, M. 2009 b. Assessing the risk of banking crises – revisited. *BIS Quarterly Review*, March 2009.

CAGLIARINI, A.; KENT, CH.; STEVENS, G. 2010. Fifty Years of Monetary Policy: What Have We Learned? Paper for 50th Anniversary Symposium, Australia, 2010.

CAROSIO, G. 2010. Financial Stability and Macro-Prudential Supervision: Challenges for Central Banks. Paper for OeNb- 38th Economic Conference, Vienna, 2010.

CARUANA, J. 2010. Systemic risk: how to deal it? Paper for the first international research conference: Challenges to Central Banking in the Context of the Financial Crisis, February 2010.

CECCHETTI, S. G. et al. 2000. *Asset Prices and Central Bank Policy*. Geneva Reports on the World Economy 2, 2000. 140 s.

CECCHETTI, S. G. 2005. The Brave New World of Central Banking: The Policy Challenges Posed by Asset Price Booms and Busts. Working Paper Series, No. 14, pp. 1–22.

ČIHÁK, M.; HOLUB, T. 1998. Cílování inflace v ČR: staré víno v nových lahvích. *Finance a úvěr*. 1998, Vol. 48, No. 4, pp. 223–226.

DE LAROSIÉRE, J. 2010. Towards a new framework for monetary policy. *Central Banking*. February 2010, No. 3, pp. 18–22.

DELLAS, H. ; DIBA, B. ; LOISEL, O. 2010. Financial shock and optimal policy. Document de travail N°277, Banque de France, 2010, pp. 1–42.

DIJKMAN, M. 2010. A Framework for Assessing Systemic Risk. *Policy Research Working Paper*. April 2010, No. 5282, pp. 1–30.

FORLATI, CH.; LAMBERTINI, E., 2010. Risky Mortgages is a DSGE Model. Paper for The Conference on Monetary and Fiscal Policy for Macroeconomic Stability, Barcelona, 2010.

FREEDMAN, CH.; LAXTON, D., 2009. *Why Inflation Targeting?* International Monetary Fund, 2009.

GERAATS, P. 2010. Price and Financial Stability: Dual or Duelling Mandates? Paper for OeNb- 38th Economic Conference, Vienna, 2010.

GERALI, A. et al. 2009. Credit and Banking in a DSGE Model. Paper for Macro- Linkages, oil prices and deflation Workshop, Washington, 2009.

GERLACH, S. et. al. 2009. Are the golden years of central banking over? Paper for the 38th Economics Conference of the Austrian National Bank on "Central Banking after the Crisis: Responsibilities, Strategies, Instruments". Vienna, 2010.

GOODFRIEND, M., 2007. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy. *Journal of Economic Perspectives*. 2007, Vol. 21, No. 4.

GOODHART, C.; HOFMANN, B. 2000. *Asset Prices and the Conduct of Monetary Policy*. London: School of Economics, 2000.

GOODHART, C.; HOFMANN, B. 2000. *Do Asset Prices Help to Predict Consumer Price Inflation?* The Manchester School Supplement, 2000. pp. 122–140.

GOODHART, C.; OSORIO, C.; TSOMOCOS, D. 2009. Analysis of Monetary Policy and Financial Stability: A New Paradigm. *CESifo Working Paper*. 2009, No. 2885, pp. 1–33.

GOODHART, C. 2010. *The Changing Role of Central Banks*. Financial Markets Group, London School of Economics. 2010. pp. 1–35.

GREENSPAN, A. 2010. The Crisis. Greenspan Associates LLC, [online]. April 2010.

HERRMANN, H. 2009. *Monetary Policy over Fifty Years: Experiences and Lessons*. Routledge International Studies in Money and Banking, Routledge, London, pp. 1–155.

IACOVIELLO, M. 2005. House Prices Borrowing Constrains and Monetary Policy in the Business Cycle. *American Economic Review*, June 2005, Vol. 95, No. 3, pp 739–764.

IACOVIELLO, M.; NERI, S. 2010. Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model. *American Economic Journal: Macroeconomics 2*. April 2010. pp. 125–164.

IMF. 2010. *Central Banking Lessons from the Crisis*. Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, 2010.

JIMENEZ, G. a kol. 2007. Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty Three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk? CentER Discussion Paper Series. No. 2007/75.

KING, M. 2010. Speech at the University of Exeter, [online] January 2010 [cit. 2010-08-12]. http:/ www.bankogengland.co.uk/publications/speechers/2010/speech419.pdf

LAIDLER, D. 2007. Successes and Failures of Monetary Policy since the 1950s. Working Paper. October 2007. No. 2., pp. 1–29.

MANDEL, M.: Cílování inflace a peněžní zásoby při exogenních šocích. *Finance a úvěr*, 1998, Vol. 48, No. 4, pp. 237–251.

MORGAN, J. 2009. The limits of central bank policy: economic crisis and the challenge of effective solutions. *Cambridge Journal of Economics* . 2009, No. 33, pp. 481–608.

NIER, E. W. 2009. Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis. *IMG Working Paper*. April 2009, No. 70, pp. 1–64.

POOLE, W. 1970. Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model. *The Quarterly Journal of Economics*. 1970. Vol. 84, No. 2, pp. 197–216.

ROGER, S. 2009. Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges. IMF Working Paper. October 2009, No. 236, pp. 1–29.

SMETS, F. 1997. Financial Asset Prices and Monetary Policy: Theory and evidence. CEPR Working Paper No 175. November 1997.

ŠMÍDKOVÁ, K.; HRNČÍŘ, M.: Přechod na strategii cílování inflace. *Finance a úvěr,* 1998, Vol. 48, No. 4, pp. 205–222.

TAYLOR, J. B. 1993. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie – Rochester Conference Series on Public Policy*. December 1993, Vol. 39, pp. 195–214.

TAYLOR, J. B. 2007. Housing and monetary policy. Working Paper. December 2007, No. 13682, pp. 1-16.

TAYLOR, J. B. 2008. The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. [online]. November 2008.

TAYLOR, J. B. 2010. Does the Crisis Experience Call for a New Paradigm in Monetary Policy? *CASE Network Studies & Analyses*. 2010, No. 402, pp.1–22.

TOVAR, C. E. 2008. DSGE models and central banks. *Economics Discussion Papers*. October 2008, No. 30, pp. 1-36.

WALSH, C. E. 2009. *Using monetary policy to stabilize economic activity*. University of California, August 2009.

WHITE, W. 2009. Some alternative perspectives on macroeconomic theory and some policy implications. Paper for a meeting of the Euro50 group, Paris, 2009.

MONETARY POLICY: OLD LESSONS AND NEW CHALLENGES

Eva Zamrazilová, Czech National Bank, Na Příkopě 28, CZ 115 03 – Praha 1
(eva.zamrazilova@cnb.cz).

Abstract
The relatively long term period of stability before the present crises called even "Great Moderation" or "Golden Age of Central Banking" indicated that the inflation targeting was a success story. As of 2008 a lot has changed and the debate over "Leaning against the wind or Clean afterwards?" is being revisited among central bankers and academicians. At the same time the question "Does money matter in monetary policy" is on the table again. This paper focuses on the discussion of these issues; moreover, some new challenges that emerged in previous three years are discussed.

The crisis has highlighted an urgent need to incorporate banks and financial frictions into monetary policy modelling framework – therefore some new findings on this field of research are outlined. An important lesson from the crises is that price stability is not a sufficient precondition for financial stability, therefore an operational framework for financial stability is being searched – this is subject of the final part of this paper.

Keywords
Monetary policy, inflation targeting, financial stability, financial crises, systemic risk

JEL Classification
E44, E52, E58, G01