

Studijní opora

Název předmětu: Ekonomie I
(část makroekonomie)

13. Kapitola

Monetární politika

Zpracoval(a): Ing. Vendula Hynková, Ph.D.

Operační program Vzdělávání pro konkurenceschopnost

Název projektu: Inovace magisterského studijního programu Fakulty ekonomiky a managementu

Registrační číslo projektu: CZ.1.07/2.2.00/28.0326

PROJEKT JE SPOLUFINANCOVÁN EVROPSKÝM SOCIÁLNÍM FONDEM A STÁTNÍM ROZPOČTEM ČESKÉ REPUBLIKY.

13. Monetární politika

Monetární politika je součástí a nástrojem hospodářské politiky. Je souhrnem opatření a zásad, které mají prostřednictvím monetárních či měnových nástrojů plnit požadované cíle. Slovo monetární (angl. „monetary“) znamená v českém překladu peněžní. Logicky se výklad bude týkat peněz a peněžní zásoby, jež má pod kontrolou centrální banka. V literatuře se můžeme setkat s označením měnová politika, jako synonymem pro monetární politiku. V tomto textu však budeme chápat pod pojmem **monetární** (peněžní) politika změnu peněžní zásoby a základních úrokových sazeb a pod pojmem **měnová** politika intervence centrální banky na mezinárodních devizových trzích (za účelem změny měnového kurzu).

Monetární politika je nástroj centrální banky a jejím základním cílem je hlídání a aktivní ovlivňování míry inflace. V České republice plní funkci centrální banky **Česká národní banka** (ČNB). Hlavním cílem ČNB je péče o **cenovou stabilitu**. Centrální banka používá k prosazení svých **měnově-politických cílů** celou řadu různých nástrojů, které ovlivňují jak fungování jednotlivých komerčních bank, tak i chod celé ekonomiky daného státu.

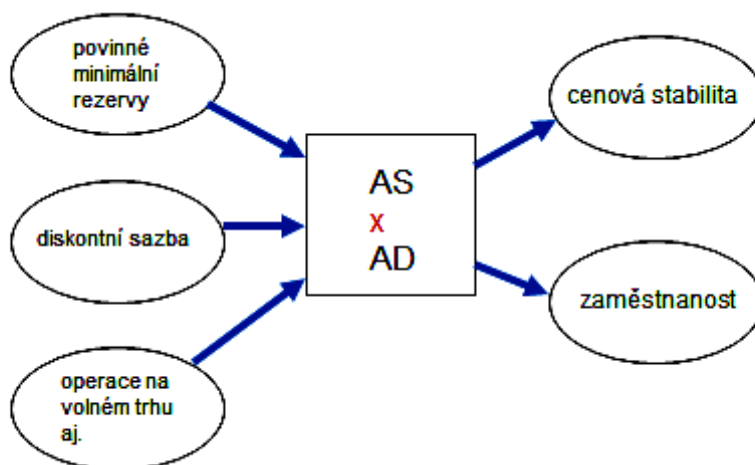
V této kapitole bude vyloženo, které nástroje používá centrální banka k provádění své politiky a jakým způsobem tyto nástroje fungují. Následují dva protichůdné typy politik, vysvětlení jejich principů a případy jejich použití. Uvidíme, že není tak jednoznačné pohovořit o účincích nástrojů monetární politiky. Dále bude vysvětleno, co znamená dilema centrální banky a jaké existují základní přístupy k provádění monetární politiky z hlediska historie utváření ekonomického myšlení ve 20. století.

13.1 Cíle a nástroje monetární politiky

Pro uskutečňování monetární politiky je nutné, aby byly splněny určité předpoklady. Předně, aby v ekonomice existovaly dvoustupňová bankovní soustava (centrální banka a síť komerčních bank), rozvinutý peněžní a kapitálový trh a možnost platebních styků se zahraničím, pokud centrální banka provádí operace na mezinárodním devizovém trhu. Význam monetární politiky je ovlivněn i integračními procesy (pokud např. ČR vstoupí do měnové unie a přijme společnou měnu euro, Česká národní banka již nebude mít možnost provádět vlastní monetární politiku).

Používáním nástrojů monetární politiky jsou přes převodový mechanismus, to znamená jejich působením na agregátní nabídku a agregátní poptávku, ovlivňovány základní makroekonomické veličiny. Monetární politika centrální banky tak působí na základní makroekonomické *cíle* hospodářské politiky, kterými jsou **cenová stabilita** a **zaměstnanost**. Základní vazby zachycuje následující schéma.

Obr. č. 13.1 Převodový mechanismus působení nástrojů monetární politiky na základní makroekonomické proměnné



Centrální banka používá k ovlivňování cílů (zaměstnanosti a cenové hladiny) monetární politiky různé nástroje. Tyto nástroje členíme na *přímé (administrativní)* a *nepřímé (tržní)*.

A. Přímé (administrativní) nástroje představují přímé zásahy centrální banky do bankovní soustavy. Většinou se používají v menší míře než nástroje nepřímé. Mezi přímé nástroje řadíme:

- *pravidla likvidity* – určení závazné struktury aktiv a pasiv, kterou musí komerční banky dodržovat;
- *úvěrové kontingenty (limity)* – *absolutní* úvěrový kontingent určuje maximální výši úvěrů, které mohou komerční banky poskytovat ekonomickým subjektům, a *relativní* úvěrový kontingent určuje maximální výši úvěrů, které poskytuje centrální banka komerčním bankám;
- *povinné vklady* – v podobě povinného vedení účtů státních institucí u centrální banky a provádění transakcí jedine prostřednictvím centrální banky;
- *doporučení, výzvy a dohody* – v případě doporučení a výzev se jedná o nepsaná vyjádření požadavků centrální banky, zato dohody mají písemnou podobu a určují pravidla sjednaná mezi centrální bankou a komerčními bankami.

B. Nepřímé (tržní) nástroje působí plošně na všechny komerční banky a uplatňují se podle tržních principů. Mezi hlavní nepřímé nástroje řadíme:

- *povinné minimální rezervy (PMR)* – jedná se o určité procento z vkladů, které musí komerční banky uložit na účtu u centrální banky nebo ve formě trezorové

hotovosti. Výše povinných minimálních rezerv ovlivňuje možnosti poskytování úvěrů u komerčních bank. Zvýšení (snížení) sazby PMR snižuje (zvyšuje) peněžní zásobu v ekonomice;

- *operace na volném trhu (OVT)* – znamenají prodeje a nákupy státních cenných papírů (např. státních obligací) na volném peněžním trhu mezi centrální bankou a komerčními bankami. Pokud centrální banka prodává státní cenné papíry komerčním bankám, snižuje peněžní zásobu. Pokud centrální banka nakupuje státní cenné papíry od komerčních bank, zvyšuje peněžní zásobu v oběhu;
- *diskontní sazba* – obecně se jedná o základní úrokovou sazbu, za kterou si mohou komerční banky vypůjčit peníze od centrální banky. Prostřednictvím diskontní sazby je ovlivňováno množství peněžní zásoby v ekonomice. Růst diskontní sazby vede ke snižování peněžní zásoby, její pokles naopak ke zvyšování peněžní zásoby. Účinnost tohoto nástroje je ovlivněna závislostí komerčních bank na zdrojích centrální banky. ČNB úročí přebytečnou likviditu komerčních bank diskontní sazbou ve formě automatické facility (uložení likvidity přes noc). Diskontní sazba představuje v ČR dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu;
- *lombardní sazba* – úroková sazba při operacích, kdy si komerční banky půjčují peníze oproti zástavě cenných papírů. Zvýšení lombardní sazby snižuje peněžní zásobu v ekonomice a naopak. Lombardní sazba představuje v ČR horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu;
- *reeskont směnky* – komerční banky mohou prodat směnky dříve odkoupené od ekonomických subjektů centrální bance, což se označuje jako reeskont. V tomto případě si komerční banky zvyšují likviditu a peněžní zásoba v ekonomice má tendenci růst;
- *konverze měny a swapové obchody* – jedná se o nákupy či prodeje zahraniční měny za měnu domácí mezi centrální bankou a komerčními bankami. V případě konverze dochází k nákupu (prodeji) zahraniční měny na základě aktuálního kurzu bez dohodnutí zpětné operace. U swapů je dohodnut termín zpětné operace a je dohodnut i budoucí kurz při zpětném prodeji (odkupu). Tyto operace mají vliv na měnové kurzy. Při prodeji deviz centrální bankou dochází ke snižování peněžní zásoby (domácí měny) a při nákupu deviz ke zvyšování peněžní zásoby v oběhu;
- *operace na mezinárodním devizovém trhu* – provádí je centrální banka s cílem ovlivňovat měnový kurz. Tyto operace jsou součástí zahraničně-obchodní a měnové politiky.

Tyto uvedené nástroje platí obecně. V hospodářské praxi se setkáme s konkrétními, blíže specifikovanými nástroji centrální (cedulové) banky. Česká národní banka vymezuje a popisuje vlastní nástroje monetární politiky na svých webových stránkách (<http://www.cnb.cz>), v sekci **Měnová politika – Měnověpolitické nástroje**. Odkazujeme nyní na prostudování aktuálně působících nástrojů monetární politiky, platných pro ČR.

V případě vstupu České republiky do měnové unie odkazujeme na monetární nástroje **Evropské centrální banky** na jejím oficiálním webu (*Monetary policy instruments*, <http://www.ecb.europa.eu>).

13.2 Účinky expanzivní a restriktivní monetární politiky

Rozeznáváme **dva typy monetární politiky – expanzivní a restriktivní**.

Expanzivní typ se vyznačuje tím, že dochází ke zvyšování peněžní zásoby v ekonomice. Naopak, **restriktivní typ** monetární politiky znamená snižování peněžní zásoby. Oba typy monetární politiky mají vliv na agregátní poptávku (AD).

Centrální banka volí **monetární expanzivní politiku** za účelem podnítit růst agregátní poptávky. Účinek expanzivní monetární politiky však není jednoznačný. Je nutné rozlišovat délku období a záleží na tom, kde se ekonomika nachází. V dlouhém období jsou peníze neutrální – to znamená, že monetární expanze neovlivňuje reálný produkt, neboť křivka dlouhodobé agregátní nabídky je vertikální a zvýšení agregátní poptávky má dopad pouze na zvýšení cenové hladiny (nominální produkt se zvýší, reálný se nezmění). Záleží také na tom, zda ekonomika operuje na úrovni potenciálního produktu nebo se nachází v produkční mezeře. V druhém případě roste především výkon než cenová hladina. Efekt monetární expanze může být také ovlivněn neochotou komerčních bank, které nemusí reagovat na snížení úrokové míry zvýšením objemu poskytnutých úvěrů, nebo negativním očekáváním, kdy ekonomické subjekty neočekávají zlepšení situace, a proto i klesající úrokové míry nemusí mít vliv na zvýšení spotřební a investiční aktivity a následně na zvýšení agregátní poptávky a produktu.

Co znamená často používaný pojem „kvantitativní uvolňování“ (QE – quantitative easing)? V průběhu kontrakce ekonomiky můžeme zaslechnout, že centrální banky provedly tzv. kvantitativní uvolňování. Jedná se o situace, kdy tradiční nástroje monetární politiky nejsou v ekonomice dostatečně účinné (např. základní úrokové sazby nelze již více snižovat), a proto centrální banky hledají jiná řešení, jak pomoci ekonomice. Podstatou je rozšíření monetární báze (mocných peněz), která prochází multiplikací, a následně dojde k růstu počtu úvěrů a růstu peněžní zásoby. Kvantitativní uvolňování je jinými slovy netradiční expanzivní monetární politika, jež může být realizována následujícími způsoby:

- nákupem finančních aktiv ze strany centrální banky od komerčních bank nebo jiných finančních institucí (rozšíření aktiv pro obchodování, i subjektů, se kterými centrální banka obchoduje);
- zmírněním v nastavení podmínek, za kterých centrální banka půjčuje komerčním bankám, změkčení úvěrů poskytnutých bankovnímu sektoru;
- nákupem zahraničních aktiv, jenž zvýší peněžní zásobu a oslabí domácí měnu;
- podřízením měnové politiky vládě, kdy je centrální bankou financovaná fiskální expanze (nákupy vládních dluhopisů centrální bankou).

Argumenty centrálních bank k provádění kvantitativního uvolňování bývají deflační tendence a ekonomická recese, při nichž ekonomiky trpí vyšší mírou nezaměstnanosti, pesimistickými očekáváními a oslabenou agregátní poptávkou. Kvantitativní uvolňování se stalo velmi frekventovaným výrazem nedávné finanční krize počínající již rokem 2007 ve Spojených státech. Největší diskuse probíhaly právě tam, kde kvantitativní uvolňování proběhlo v několika vlnách od roku 2008 a pro představu v roce 2013 dosáhlo sumy cca 3000 mld. USD v aktivech Federálního rezervního systému (tato aktiva se mohou i nadále úročit). Kvantitativní uvolňování mohou použít pouze ekonomiky, které mají plně pod kontrolou svoji národní měnu a peněžní zásobu.

Monetární restriktivní politiku používá centrální banka zejména za účelem snížení inflace prostřednictvím snížení peněžní zásoby a tím snížení agregátní poptávky. Při posuzování důsledků monetární restrikce je nutné rozlišovat opět délku období a je nutné zohlednit, kde se nachází výkon ekonomiky. V dlouhém období monetární restrikce nezmění reálný produkt a zaměstnanost, ale sníží cenovou hladinu. Proti dosažení žádoucího efektu monetární restrikce (snížení inflace) může působit pozitivní očekávání ekonomických subjektů nebo možnost pořídit si levnější úvěry v zahraničí.

Nyní následuje stručný zápis účinků expanzivní a restriktivní monetární politiky:

Expanzivní monetární politika:

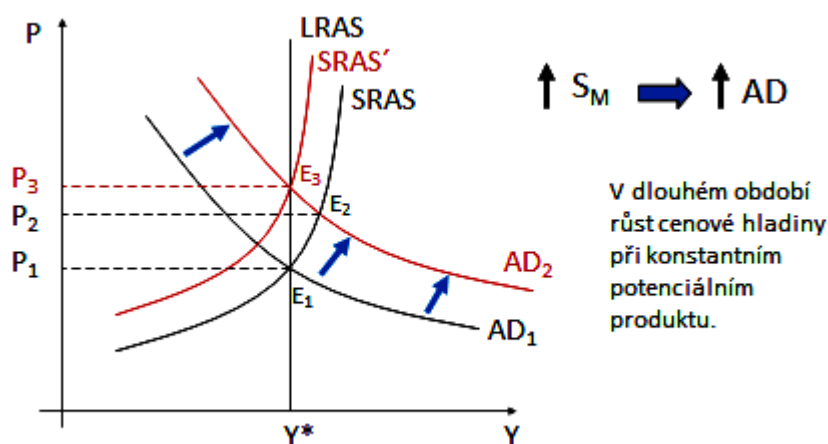
- *krátkodobé hledisko:* při poklesu úrokových sazeb se zvýší výdaje ekonomických subjektů závislé na úrokové míře, hlavně investice, dále spotřeba, popř. vládní výdaje, tím se zvýší AD, vzroste produkt (Y) a zaměstnanost, vzroste cenová hladina; pokud se ekonomika nachází v produkční mezeře, vzroste poměrně více produkt než cenová hladina;
- *dlouhodobé hledisko:* efektem je pouze růst cenové hladiny – tzn. růst všech nominálních veličin, reálné veličiny, jako jsou reálný produkt nebo reálné mzdy, se nezmění.

Restriktivní monetární politika:

- *krátkodobé hledisko:* při růstu úrokových sazeb se sníží spotřeba, investice, popř. vládní výdaje, sníží se AD, klesne produkt (Y) a zaměstnanost, klesne cenová hladina; pokud se ekonomika nachází v produkční mezeře, klesne poměrně více produkt než cenová hladina;
- *dlouhodobé hledisko:* efektem je pouze pokles cenové hladiny – tzn. pokles všech nominálních veličin, reálné veličiny, jako jsou reálný produkt nebo reálné mzdy, se nezmění.

Na obrázku 13.2 je zachycen efekt *monetární expanze* v krátkém a dlouhém období za situace plného využití zdrojů. Z hlediska krátkodobého se jedná o posun makroekonomické rovnováhy z bodu E_1 do E_2 . Efektem je především růst cenové hladiny (posun z P_1 na P_2) než reálného výstupu. V dlouhém období se jedná o posun z bodu E_1 do E_3 . Vlivem růstu cen výrobních faktorů klesá krátkodobá agregátní nabídka SRAS na úroveň $SRAS'$ a výkon ekonomiky se vrací zpět na úroveň potenciálního produktu. Hovoří se o *neutralitě peněz* – peníze dlouhodobě neovlivní reálné makroekonomické veličiny. Zvýší se nominální produkt a nominální úroková míra vlivem růstu cenové hladiny, ale reálný produkt a reálná úroková míra se nezmění. V dlouhém období pracujeme s dlouhodobou agregátní nabídkou LRAS (mimořádně ji získáme spojením bodů krátkodobé makroekonomické rovnováhy E_1 a E_3).

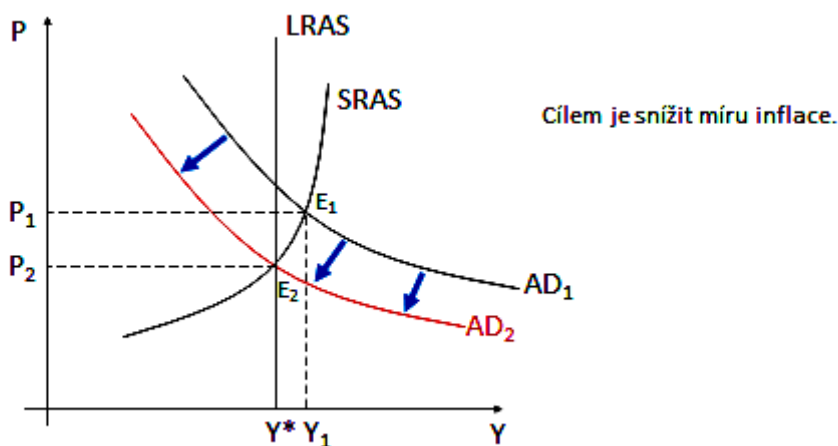
Obr. č. 13.2 Účinky monetární expanzivní politiky za situace úplného využití zdrojů



Obrázek 13.3 zachycuje efekt monetární restrikce za situace, kdy se ekonomika nachází v inflační mezeře. Restriktivní monetární politika má zapůsobit proti růstu celkové cenové hladiny prostřednictvím snižování agregátních výdajů. Nechť se ekonomika nachází v makroekonomické rovnováze E_1 , jež určuje rovnovážnou cenovou hladinu P_1 a výkon Y_1 . Monetární restrikce sníží přes převodový

mechanismus úrovně agregátní poptávky z AD_1 na AD_2 . Klesne především cenová hladina z P_1 na P_2 a v našem obrázku se ekonomika navrácí do bodu E_2 na úroveň potenciálního produktu Y^* .

Obr. č. 13.3 Účinky monetární restriktivní politiky za situace, kdy je skutečný výkon vyšší než potenciální



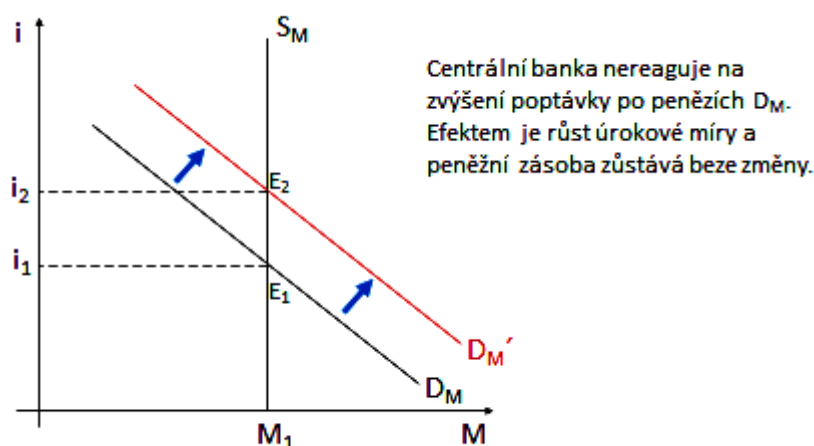
13.3 Dilema centrální banky

Centrální banka může buď kontrolovat peněžní zásobu, nebo úrokovou míru, tj. nemůže zároveň řídit obojí, a tento fakt se označuje jako *dilema centrální banky*.

Předpokládejme, že se zvyšuje poptávka po penězích (např. vlivem rostoucích důchodů). Centrální banka se musí rozhodnout, zda *bude intervenovat na peněžním trhu či nikoli* – zda bude zasahovat a měnit nabídku peněz, a pokud bude zasahovat, tak *ve prospěch čeho* – zda ve prospěch konstantní úrokové míry nebo konstantní peněžní zásoby.

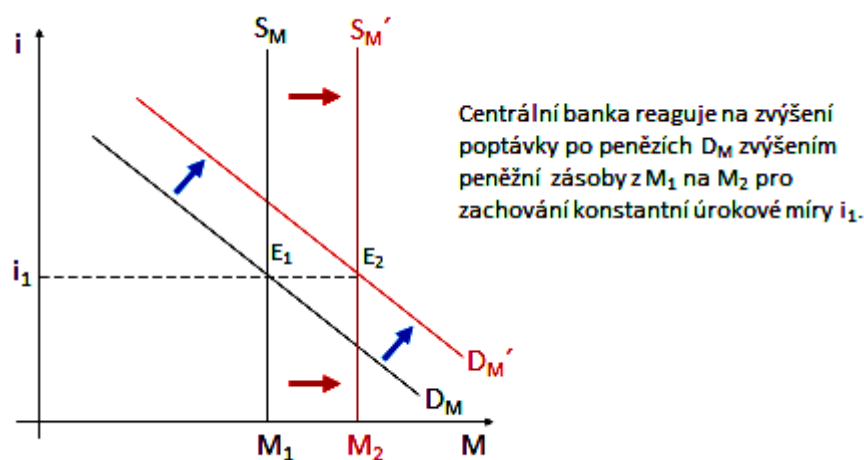
Na obrázku 13.4 je zachycen peněžní trh s fixní peněžní nabídkou S_M . Růst poptávky po penězích z úrovně D_M na $D_{M'}$ (např. vlivem růstu reálných důchodů) vyvolá růst úrokových sazeb. Monetární politika je v našem případě neaktivistická a centrální banka preferuje udržení konstantní peněžní zásoby M_1 . Může to být v případě, kdy se ekonomika nachází blízko úrovně potenciálního produktu a zvýšení peněžní zásoby (monetární expanze) by se promítlo do růstu cenové hladiny.

Obr. č. 13.4 Neaktivistická monetární politika – centrální banka nereaguje na zvýšení poptávky po penězích



Obrázek 13.5 na další stránce zachycuje aktivistickou monetární politiku reagující na zvýšení poptávky po penězích D_M . Centrální banka preferuje stálou úrokovou míru a rozhodne se zvýšit peněžní zásobu. Vertikální přímka S_M se posune doprava. Může to být v situaci, kdy ekonomika nevyužívá plně svých výrobních zdrojů a růst úrokových sazeb by byl nežádoucí, neboť by tlumil růst investičních a spotřebních výdajů, závislých na úrokové míře, a následně by tlumil růst AD, produktu a zaměstnanosti. Bod E_2 představuje cíl aktivistické monetární politiky. Výsledkem zásahu centrální banky je stabilní úroková míra, ale také zvýšení peněžní nabídky (posun z úrovně M_1 na M_2).

Obr. č. 13.4 Aktivistická monetární politika – centrální banka reaguje na zvýšení poptávky po penězích zvýšením peněžní zásoby pro udržení stálé úrokové míry



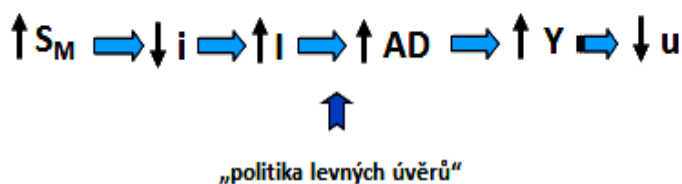
12.4 Přístupy k monetární politice

Postoje k uplatňování monetární politiky jednotlivých ekonomických směrů nejsou jednotné. Rozeznáváme dva přístupy k provádění monetární politiky: **keynesiánský a monetaristický**.

Keynesiánský přístup k uplatňování nástrojů monetární politiky se opírá o keynesiánské pojetí makroekonomické rovnováhy. Ekonomika se nachází v produkční mezeře a hlavním cílem hospodářské (i monetární) politiky je zvýšit zaměstnanost. Keynesiánský přístup zdůrazňuje roli úrokové míry, která jako zprostředkující cíl monetární politiky následně ovlivňuje produkt a zaměstnanost. Vazbu mezi úrokovou mírou a agregátní poptávkou popisuje tzv. *Keynesův transmisní mechanismus*. Ten se skládá z následujících kroků:

Snížení úrokových sazeb (rozhodnutím CB nebo zvýšením peněžní zásoby) vyvolá zvýšení spotřebních, investičních, popř. vládních výdajů závislých na výši úrokové sazby, což se projeví ve zvýšení agregátní poptávky, která vyvolá růst produktu a snížení míry nezaměstnanosti.

Keynesův transmisní (převodový) mechanismus



+ předpoklad produkční mezery a cenové stability

Efekt monetární expanze závisí na tom, kde se nachází produkt. Je nutné rozlišovat krátkodobé a dlouhodobé hledisko.

Keynesiánci pracovali s nestabilní poptávkou po penězích a zároveň více citlivou na změnu úrokových sazeb. Uvedli jsme, že centrální banka nemůže zároveň kontrolovat peněžní zásobu a úrokové sazby. Keynesiánci se klonili k názoru, že centrální banka by měla sledovat cílovou úrokovou sazbu. V neokeynesiánské makroekonomii se věřilo, že monetární expanzivní politika v podobě politiky levných úvěrů, doplňující fiskální expanzivní politiku, zvýší v důsledku výkon a zaměstnanost.

Monetaristický přístup k provádění monetární politiky se opírá o klasické pojetí makroekonomické rovnováhy, kdy ekonomika využívá dlouhodobě své výrobní kapacity a nachází se na úrovni potenciálního produktu. Tento přístup vysvětluje použití monetární politiky prostřednictvím změny peněžní zásoby. Jeho zastánci předpokládali stabilní poptávku po penězích a její nízkou citlivost na úrokovou sazbu.

Ekonomický směr Monetarismus zpochybňoval *efekt likvidity* (tj. že se při růstu peněžní zásoby sníží úrokové míry), naopak upozorňoval na to, že se úrokové sazby s růstem peněžní zásoby mohou naopak zvýšit vlivem růstu poptávky po penězích a vlivem inflačního očekávání ekonomických subjektů. Pokud je efektem monetární expanze v případě plného využití zdrojů ekonomiky v dlouhém období pouze růst cenové hladiny, znamená to, že monetární politika je neúčinná v ovlivňování produktu a zaměstnanosti. Monetaristé proto upřednostňovali stabilní, pozvolný a očekávaný růst peněžní zásoby doprovázený rovnoměrným růstem reálného produktu. Sdíleli názor, že centrální banka by měla dávat přednost kritériu peněžní zásoby. Hlavní představitel monetarismu, americký ekonom a nositel Nobelovy ceny za ekonomii *Milton Friedman* (na obrázku) definoval tzv. *zlaté pravidlo růstu peněžní zásoby* – peněžní zásoba se má zvyšovat adekvátně růstu potenciálního produktu (zhruba ve výši 3 – 5 %).

Monetární politika *není v praxi prováděna odděleně*, k naplňování cílů monetární politiky je nutná koordinace s ostatními politikami, zejména s fiskální politikou. Je nezbytné, aby tvůrci hospodářské politiky využívali vhodnou kombinaci fiskální a monetární politiky (tzv. *policy mix*) ke stabilizaci ekonomiky.

Na závěr je třeba zmínit důležitou věc, a tou je nezávislost centrální banky. Hlavní důvod pro nezávislost centrálních bank spočívá v tom, že je třeba oddělit pravomoc peníze vytvářet od pravomoci peníze utrácet. Máme zde na mysli nezávislost centrální banky na vládě. Např., u vlády, kterou čekají volby, se může projevit snaha snížit základní úrokové sazby. Jak jsme viděli, tento krok podpoří ekonomiku krátkodobě, ale dlouhodobě může zvýšit cenovou hladinu. Nebo se zde skrývá nebezpečí monetizace dluhu, jak víme z kapitoly o fiskální politice. Nezávislost centrální banky je dnes jedním z prvků mnoha vyspělých tržních ekonomik a považuje se za významnou součást zdravě fungující ekonomiky.

Zdroje literatury:

FRANK, R. H., BERNANKE, B. S. *Principles of Macro-economics*. 3rd Edition. NY: McGraw-Hill/Irwin, 2007. 561 p. ISBN 978-0-07-325594-1.

FUCHS, K., TULEJA, P. *Základy ekonomie*. 2. rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2005. 347 s. ISBN 80-86119-74-2.

HYNKOVÁ, V., NOVÝ, J. *Makroekonomie I – pro bakalářské studium, III. díl*. 1. vyd. Brno: Univerzita obrany, 2010. 75 s. ISBN 978-80-7231-734-9.

LIPSEY, R. G., CHRYSTAL, K. A. *Economics*. Tenth edition. Oxford, NY: Oxford University Press Inc., 2004. 699 p. ISBN 978-0-19-925-784-1.

MANKIW, G. N. *Principles of Economics*. 2nd edition. South-Western Educational Publishing, 2000. 888 p. 978-0030259517.

McCONNELL, C. R., BRUE, S. L. *Macroeconomics: Principles, Problems, and Policies*. 7th ed. McGraw-Hill, Irwin, 2007. 380 p. ISBN 978-0-07-110144-6.

SAMUELSON, P. A., NORDHAUS, W. D. *Economics*. 15th ed. McGraw-Hill, 1995. 1013 p. ISBN 0-07-054981-9.

SCHILLER, B. R. *Makroekonomie dnes*. Brno: Computer Press, 2004. 412 s. ISBN 80-251-0169-X.