

UCELENÁ ANALÝZA FUNGOVÁNÍ ÚROKOVÉHO TRANSMISNÍHO MECHANISMU

Josef Arlt, VŠE v Praze; Jan Vejrník, Komerční banka, a. s.

Ing. Karel Brůna, Dynamika úrokových sazeb v kontextu měnové politiky

Praha : Oeconomica, 2009. 218 stran. ISBN 978-80-245-1555-7

Hodnocená kniha se zabývá problematikou dynamiky úrokových sazeb v kontextu úrokového transmisního mechanismu měnové politiky. Autor postihuje období od II. poloviny devadesátých let minulého století až do současnosti. Jedná se tedy o periodu, která je spojena s měnovou politikou ČNB založenou na tzv. „cílování inflace“. Kniha Karla Brůny přináší aktuální poznatky týkající se teoretického rozpracování i empirické verifikace úrokového transmisního mechanismu měnové politiky. Teoretické části vycházejí z aktuální domácí a zejména zahraniční odborné literatury. Empirická část publikace je pak postavena především na vlastním výzkumu.

Struktura hodnocené knihy, která se skládá ze šesti základních kapitol, je logicky zvolená. Jednotlivé kapitoly tvoří relativně ucelené teoretické i empirické bloky, které na sebe ovšem vzájemně navazují. Základem pro zpracování jednotlivých kapitol se staly články, které autor publikoval v impaktovaných časopisech během let 2004–2009. V případě staršího výzkumu byly však grafy, tabulky a text doplněny o současné údaje kvantitativní i věcné. Z uvedeného je zřejmé, že autor se danou problematikou zabývá systematicky a dlouhodobě. Jak již bylo výše uvedeno, jednotlivé kapitoly mají teoreticko-empirický charakter, autor v nich prokazuje vysokou teoretickou úroveň, jakož i zdatnost v praktických finančních aplikacích a znalost

poměrně složitých ekonometrických a statistických metod.

První kapitola nese název „*Dynamika úrokových sazeb v kontextu implementace měnové politiky, mikrostruktury finančních trhů a změn makroekonomických fundamentů*“. Autor svojí knihu začíná teoretickým popisem úrokového transmisního mechanismu z pohledu centrální banky, vymezením základního pojmového aparátu a jednotlivých subjektů peněžního trhu a vytváří tak metodologický aparát pro další kapitoly, kde je již diskutována dynamika úrokových sazeb s různou dobou splatnosti.

Druhá kapitola „*Stabilita ultrakrátkých úrokových sazeb na peněžním trhu v kontextu řízení likvidity bankovního systému*“ se zabývá problematikou dynamiky ultrakrátkých sazeb – tedy sazeb s kratší dobou splatnosti, než je hlavní sazba centrální banky (v případě ČNB repo sazby 14 dní). Diskutuje se především charakter pohybu O/N sazeb, jejich volatilita a vztah k řízení likvidity bankovního systému jako celku. Jako příklady vedle ČNB volí i Federální rezervní systém, Bank of England a Evropskou centrální banku. Podrobně se zabývá vlivem různých forem operativního řízení na stabilizaci „ultrakrátkých“ úrokových sazeb na mezibankovním trhu.

Navazující třetí kapitola „*Dynamika úrokových sazeb na peněžním trhu v kontextu*

změn hlavních úrokových sazeb“ se posouvá k sazbám peněžního trhu se splatností delší než je hlavní sazba centrální banky (shora je splatnost ohraničená jedním rokem). Autor rozlišuje základní strategie úrokové politiky centrální banky (postupné a jednorázové změny hlavní úrokové sazby) a jejich vliv na výnosové křivce. Teoretický výklad je velice sofistikovaný a výrazně překračuje tradiční výklad prezentovaný v základních učebních textech. V této kapitole prezentuje výsledky svého empirického výzkumu, který se opírá o standardní ekonometrické a statistické postupy.

V rámci této kapitoly si dovoluujeme poukázat na některé rozpory a problémy, se kterými jsme se při jejím studiu setkali. Na straně 89 ve třetím odstavci autor píše „Podle Mankiwa a Mirona je změna repo sazby nepredikovatelná, protože proces generující úroveň repo sazby je ve své podstatě procesem náhodné procházky“. Vzhledem k tomu, že proces náhodné procházky je tzv. integrovaným procesem řádu jedna, který je charakteristickým tím, že je nestacionární, tj. vyvíjí se cyklicky a poměrně nestabilně, bylo by třeba výše uvedenou tezi o stabilitě objasnit. Na str. 101 jsou pak uvedeny modely zachycující vztah přírůstků sazby PRIBOR a sazby repo. Vzhledem k tomu, že úrokové sazby jsou nestacionární časové řady typu $I(1)$, je vhodnější postup k analýze přírůstků, tedy k analýze krátkodobých vztahů, přes model korekce chyby. Určitě by bylo v této souvislosti užitečné uvést v tabulce odhady parametrů a kompletní diagnostiku modelu.

Čtvrtá kapitola „Modelové pojetí měnové politiky vs. modelové zachycení reálného rozhodování centrální banky“ se soustřeďuje na rozhodovací proces centrální banky a problematiku variability úrokových sazeb peněžního trhu. V úvodních teoretických částech přibližuje autor čtenáři mikroekonomické aspekty chování centrální banky založené na účelové funkci (lépe řečeno na ztrátové

funkci). Autor formuluje vlastní model variability hlavní úrokové sazby, který pak empiricky verifikuje. Následuje analýza variability úrokových sazeb na mezibankovním trhu v ČR (tj. úrokových sazeb PRIBOR) a to v rozmezích splatnosti 14 dní až 1 rok.

Autor v úvodu k této kapitole na str. 114 píše „Velmi často se proto v této souvislosti objevuje rozpor mezi modelovým pojetím měnové politiky a reálným rozhodováním centrální banky. Jestliže je chování centrální banky primárně hodnoceno prostřednictvím modelu transmisního mechanismu měnové politiky, obvyklým závěrem je, že hlavní úrokové sazby by měly být významně agresivnější, tak aby efektivně stabilizovaly inflaci v blízkosti inflačního cíle.“ V této souvislosti by bylo vhodné, kdyby autor tuto tezi v textu blíže rozvinul a vyjádřil svůj názor na význam modelování při provádění měnové politiky.

Předposlední pátá kapitola „Měnová politika, změny trendové inflace a rovnováha relací dlouhodobých úrokových sazeb“ se pak již věnuje dlouhému konci výnosové křivky vycházející z výnosů státních dluhopisů respektive úrokových swapů a vztahům mezi hlavní úrokovou sazbou centrální banky a delším koncem výnosové křivky. Výklad se opírá o teorii výnosové křivky a zkoumá vliv jednorázových a kumulativních změn forwardových sazeb na výnos do doby splatnosti u dluhopisů s rozdílnou maturitou. Další výklad je pak zejména zaměřen na problematiku nestability relací mezi hlavní úrokovou sazbou a střednědobými forwardovými sazbami v kontextu inflačního a ekonomického cyklu. Při empirické analýze autor využívá kointegrační analýzu.

Vazba na klientské úrokové sazby (z vkladů i úvěrů), respektive formování úrokové marže bankovního systému je pak předmětem závěrečné šesté kapitoly „Řízení úrokové marže bank v kontextu dynamiky úrokových sazeb“. Autor zde zkoumá vliv měnové politiky na rozpětí mezi depozitními

a zápůjčními sazbami v kontextu mikroekonomického modelu obchodní banky založeného na maximalizaci zisku. I v případě této kapitoly je jejím vyvrcholením aplikace moderních metod ekonometrické analýzy, přičemž autor pracuje s časovými řadami pro úvěry domácnostem a firmám a pro vklady domácností a firem. Při ekonometrické analýze autor využívá modelu korekce chyb.

Podle našeho názoru není formulace modelu na str. 199 správná. V případě dlouhodobých vztahů (6–11) a (6–12) se předpokládá neautokorelovanost zbytkové složky. V této situaci by ale nebylo možné konstruovat model korekce chyby, protože by neexistovaly krátkodobé vztahy mezi časovými řadami.

Hodnocená odborná monografie je vhodná jako vysoce odborný studijní text pro studenty doktorského stupně vysokých škol ekonomického zaměření (především pro obory zabývající se financemi, finančními trhy, ban-

kovnictvím popřípadě hospodářskou politikou). Samotný text je nesporně zajímavý i pro poměrně široké spektrum čtenářů z praxe – od pracovníků centrální banky (nejenom národohospodáře, ale i pracovníky mající na starosti finanční stabilitu a dohled), přes analytiku finančních trhů a obchodníky na těchto trzích po pracovníky bank řídících likviditu či úrokové riziko bank. Každá kapitola obsahuje jasné vymezení teoretického rámce a jeho zasazení do hospodářsko-politické reality (jsou využívány realie z ekonomiky Spojených států, eurozóny, Velké Británie a samozřejmě České republiky, respektive příslušných centrálních bank). V rámci empirického ověřování teoretických modelů (na případě ČNB, českých finančních trhů a českého bankovního sektoru) jsou za použití ekonometrických metod (především kointegrace a modelu korekce chyb) empiricky verifikovány jak dlouhodobé, tak krátkodobé vztahy. ■

MIMO HLAVNÍ PROUD

Petr Vymětal, VŠE Praha; Milan Žák, CES VŠEM

Klvačová, E. Vliv proměn institucionálního rámce EU na konkurenceschopnost České republiky. Praha: Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, 7/2008. 181 s. ISBN 80-86729-42-7.

Klvačová, E., Malý, J., Mráček, K., Dostálová, I. Fenomén dobývání renty a jeho vliv na české veřejné finance. Praha: Professional Publishing, 2008. 270 s. ISBN 978-80-6946-75-7.

Zcela netradičně zahajujeme recenzi připomenutím patrně největšího českého mecenáše Josefa Hlávky. Sto let, které uplynulo od jeho smrti, bylo nejen důvodem k oslavám

v rámci České republiky, ale stalo se i celosvětovým kulturním výročím UNESCO roku 2008. Hlavním organizátorem bylo Nadání Josefa, Marie a Zdenky Hlávkových, v jehož