



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

**KANÁLY TRANZMISNÉHO MECHANIZMU MENOVEJ
POLITIKY**

Ing. Peter Dovčiak

Inštitút menových a finančných štúdií
Bratislava 1999

Kanály transmisného mechanizmu menovej politiky

V modernom finančnom systéme rozlišujeme niekoľko kanálov transmisného mechanizmu, pomocou ktorých sa prenášajú opatrenia menovej politiky do reálnej ekonomiky. Tento článok v stručnosti charakterizuje základné štyri kanály transmisie menovej politiky. Niektoré črty transmisného procesu sú aplikované na podmienky slovenskej ekonomiky.

Úrokový kanál

Úrokový kanál transmisného mechanizmu menovej transmisie vychádza z toho, že expanzívna menová politika vedie k zvýšeniu ponuky peňazí, ktorá (pri nezmenenom dopyte po peniazoch) tlačí na pokles reálnych úrokových sadzieb peňažného trhu. Táto zmena vytvára podmienky na zmenu strednodobých úrokových sadzieb z úverov (vplyv na investičné rozhodnutia), a tým aj agregátne výdavky v ekonomike.

Pokles krátkodobých a strednodobých úrokových sadzieb nevytvára len priestor na zmenu úrokových sadzieb v ekonomike, ale aj ovplyvňuje rozhodovania o spotrebe a úsporách ekonomických subjektov. Vychádza sa pritom z toho, že nižšie úrokové sadzby zvyšujú súčasnú hodnotu tovarov, a tým aj dopyt po nich. Preto výdavky na tovary, ktoré sú citlivé na úrokové sadzby, sú ovplyvňované marginálnymi nákladmi z nových pôžičiek. Úverovým sadzbám sa postupne prispôbia aj úrokové sadzby z vkladov. Tieto zmeny úrokových sadzieb ovplyvnia dôchodky dlžníkov a veriteľov a ich hotovostné toky (cash flow). Menovou politikou vyvolané zmeny úrokových sadzieb môžu teda viesť k zmenám hotovostných tokov veriteľov a dlžníkov, a tým tiež k zmene ich spotrebných a investičných výdavkov. V takom prípade ide o dôchodkový kanál, ktorý zachytáva vplyv zmeny čistých úrokových platieb jednotlivých sektorov na výdavkovú časť ekonomiky.

Pri úrokovom kanáli transmisného mechanizmu je dôležité rozlišovať medzi reálnymi a nominálnymi úrokovými sadzbami. Reálne úrokové sadzby ovplyvňujú hraničné (marginálne) náklady nových úverov, ktoré determinujú rozhodovanie medzi spotrebou a úsporami. Nominálne zvýšenie úrokových sadzieb, ktoré väčšinou odráža len inflačné očakávania, nemení marginálne náklady z nových pôžičiek. Na druhej strane však zmení cash flow a bilančnú pozíciu dlžníkov z dôvodu inflačného umorovania prijatých úverov v minulosti. Zlepšená situácia v cash flow týchto subjektov má potenciálny dopad na agregátny dopyt.

Skutočnosť, že reálne úrokové sadzby ovplyvňujú agregátne výdavky na HDP, možno využiť pri formovaní menovej politiky zameranej na podporu economickej aktivity. Predpokladajme, že centrálna banka zníži nominálne úrokové sadzby pod úroveň inflácie, t.j. reálne úrokové sadzby budú negatívne. Táto expanzívna menová politika potom zvýši očakávanú cenovú hladinu, a teda očakávanú mieru inflácie, čím dochádza k zníženiu reálnych úrokových sadzieb a stimulovaniu výdavkov v ekonomike prostredníctvom úrokového kanála.

Niektorí ekonómovia zastávajú názor, že takáto menová politika môže zabrániť prudkému prepadu ekonomiky počas hospodárskej krízy. Tento typ úrokového kanála nefunguje efektívne v krajinách s vysokou mierou inflácie, pretože relevantná definícia reálnych úrokových sadzieb nemusí zohľadňovať vysokú volatilitu inflácie.

Kanál výmenného kurzu

Vzhľadom na pokračujúcu internacionalizáciu zahraničného obchodu sa stále väčšia pozornosť venuje prenosu menových impulzov prostredníctvom výmenného kurzu na čistý export. Tento kanál predpokladá vzájomný vzťah medzi úrokovými sadzbami a výmenným kurzom, pretože s poklesom domácich úrokových sadzieb dochádza k úniku zahraničného kapitálu, a tým k znehodnoteniu výmenného kurzu. Znehodnotený kurz zase zlacňuje export a zdražuje import tovarov, čo podporuje rast čistého exportu a agregátneho výstupu.

Na druhej strane sprísnenie menovej politiky zvýši úrokové sadzby a zhodnotí výmenný kurz (pri plávajúcom devízovom režime), čo reálnu ekonomiku zasiahne dvoma spôsobmi. Po prvé cenovým efektom: zhodnotenie kurzu zníži dopyt po domácich tovaroch, ktoré sa stanú drahšími v porovnaní s dovážanými tovarmi, čím sa zníži agregátny dopyt. Po druhé zmeny výmenného kurzu majú významný bilančný efekt. V prípade zahraničnej zadlženosti domácich ekonomických subjektov má zmena výmenného kurzu podstatný vplyv na čisté bohatstvo firiem. Ekonomika s vysokou mierou zahraničnej zadlženosti pociťuje zhodnotenie výmenného kurzu ako zlepšenie v bilanciách firiem, čo môže zvýšiť domáci dopyt. Cenový a bilančný efekt sa môžu vzájomne eliminovať.

V malých otvorených ekonomikách s plávajúcim výmenným kurzom tento transmisný kanál dokáže ovplyvniť agregátny dopyt, ale aj agregátnu ponuku. Uvoľnenie menovej politiky napr. môže viesť k znehodnoteniu výmenného kurzu, k rastu cien dovážaných tovarov a môže viesť k rastu cien domácej produkcie bez toho, aby došlo k zvýšeniu agregátneho dopytu.

Kanál určujúci ceny aktív v ekonomike

Menovou politikou vyvolaná zmena úrokových sadzieb ovplyvňuje i úroveň ďalších aktív v ekonomike (akcií, dlhopisov a nehnuteľností). Transmisiou týchto impulzov sa zaoberajú dve teórie: Tobinova teória investícií a teória vplyvu bohatstva na spotrebu.

Tobinova teória vysvetľuje mechanizmus prostriedkov, ktorými menová politika spôsobuje zmenu cien týchto aktív (napr. akcií), čím vplýva na reálnu ekonomiku. Pri uvoľnenej menovej politike budú rásť ceny akcií, čím sa zvyšuje trhovú hodnotu firiem v porovnaní s nadobúdacími nákladmi (tento pomer meria Tobinov koeficient q). Táto situácia dáva podnet podnikom upisovať nové akcie za vyššiu cenu, ktoré použijú na nákup investičných tovarov.

Otázkou zostáva, či existuje väzba medzi koeficientom q a investičnými výdavkami, alebo prečo uvoľnená menová politika ovplyvňuje cenu akcií. Podľa monetaristického prístupu, zvýšenie ponuky peňazí nad úroveň reálnych peňažných zostatkov, ktoré chce verejnosť držať, sa prejaví vo vyšších výdavkoch. Jedným zo spôsobov, ako použiť tento previs peňažných zostatkov je kapitálový trh, t.j. vzrastie dopyt po akciovom kapitáli, čím stúpne jeho cena. Keynesiánska teória prichádza k podobnému záveru: expanzívna menová politika znižuje úrokové sadzby, čím znevýhodňuje držbu dlhopisov v porovnaní s akciami, čím dochádza k rastu ich cien.

V predchádzajúcom sme uviedli, ako expanzívna menová politika zvyšuje cenu akcií a investičných výdavkov. Existuje však i alternatívny kanál transmisného mechanizmu, kedy zmena cien neovplyvní výšku investícií, ale bohatstvo a spotrebu. Tento kanál je silne obhajovaný F. Modiglianím v jeho teórii životného cyklu. Podľa tejto teórie je spotreba určovaná celoživotným príjmom spotrebiteľa, ktorý sa skladá z ľudského kapitálu, reálneho kapitálu a finančného bohatstva. Hlavnú zložku finančného majetku tvoria akcie. Ak potom cena akcií začne stúpať, zvýši sa hodnota finančného bohatstva, zvýšia sa finančné zdroje spotrebiteľa a spotreba bude rásť.

Úverový kanál

Objem úverov hrá dôležitú úlohu pri formovaní menovej politiky vzhľadom na jeho tesnú väzbu k agregátnym výdavkom. V prípade sprísnenia menovej politiky banky nemusia len reagovať zvýšením úrokových sadziieb z úverov, ale celkovým znížením ponuky. Táto situácia najviac postihne malých podnikateľov, pretože pre tieto firmy je to väčšinou jediný zdroj financovania.

Čisté bohatstvo firiem (net worth) je jedným z dôležitých faktorov ovplyvňujúcich situáciu na úverovom trhu. Pri nízkom čistom bohatstve firmy existuje menej potenciálneho kolaterálu, ktorý môžu veritelia prijať ako zálohu za poskytnuté úvery, čo môže vyvolať problém morálneho hazardu. Okrem toho firmy disponujúce nízkou zásobou kapitálu sa vystavujú riskantnejším projektom, t.j. veritelia môžu prísť o svoje peniaze. V dôsledku nízkej čistej hodnoty firiem klesá úverová aktivita a tým aj investičné výdavky.

Menová politika môže ovplyvniť bilanciu firmy rôznymi spôsobmi. Expanzívna menová politika spôsobí rast cien akcií, čo zvýši hodnotu čistého bohatstva firiem a vedie k vyšším investičným výdavkom a agregátnemu dopytu, pretože znižuje riziko morálneho hazardu. Expanzívna menová politika môže rovnako pôsobiť aj na pokles úrokových sadziieb, čo zvýši cash flow firiem a zníži riziko morálneho hazardu.

Analýza prenosu menových impulzov na reálnu ekonomiku SR

Táto analýza sa skladá z dvoch fáz: Najprv budeme skúmať reakciu stredno- a dlhodobých úrokových sadziieb (trhových sadziieb, t.j. vkladov a úverov) na zmenu krátkodobých úrokových sadziieb (peňažný trh). V druhej fáze sa budeme venovať reakcii makroekonomických veličín na zmenu trhových sadziieb.

Reakcia trhových sadziieb na zmenu úrokových sadziieb peňažného trhu

Ako sme už uviedli, dôležitou súčasťou transmisného mechanizmu je prenos menových impulzov z krátkodobých sadziieb na široké spektrum úrokových sadziieb ekonomiky. Analýzou prenosu zmien úrokových sadziieb na ceny akcií a dlhopisov sa nebudeme na tomto mieste podrobnejšie zaoberať, vzhľadom na nízku vzájomnú mieru korelácie. Jednou z príčin vzniku tejto situácie je skutočnosť, že kapitálový trh nepredstavuje pre firmy alternatívny zdroj financovania v porovnaní s úverovým trhom.

Tab. 1 zachytáva medziročné zmeny priemerných úrokových sadziieb finančného trhu. Ako vidieť, prenos menových impulzov z krátkodobých úrokových sadziieb na strednodobé má protirečivý charakter.

Tab. 1

(medziročná zmena %)

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|--------------------------------------|--------|-------|-------|-------|
| Úrokové sadzby peňažného trhu | | | | |
| Overnight | - | 6,84 | 13,11 | -9,11 |
| ŠPP | - | 4,51 | 13,98 | -4,64 |
| Trhové úrokové sadzby | | | | |
| Štátne dlhopisy | - | -1,65 | 11,27 | 4,03 |
| Bankové úvery | -5,05 | -0,59 | 7,47 | 0,26 |
| Bankové vklady | -1,93 | -2,55 | 1,60 | 0,21 |
| Nominálny výmenný kurz (SKK/USD)* | -1,712 | 2,326 | 2,887 | 1,425 |

* negatívne znamienko znamená zhodnotenie kurzu

Existuje viacero faktorov, ktoré určujú transmisiu menových impulzov v rámci časovej štruktúry úrokových sadziieb. Najčastejším je vysoký vládny dopyt po zdrojoch financovania, najmä v rokoch 1997 a 1998. Okrem tohto faktora je úrokový kanál transmisného mechanizmu ovplyvňovaný stupňom konkurencieschopnosti bankového sektora, štruktúrou bankových aktív, alternatívnym prístupom k finančným zdrojom a hĺbkou finančného trhu.

Čím rýchlejšie sa prispôbujú úrokové sadzby z vkladov a úverov zmene úrokových sadziieb peňažného trhu, tým efektívnejšie sa prenášajú účinky menovej politiky na reálnu ekonomiku. Tento proces transmisie v značnej miere závisí od konkurencieschopnosti bankového systému. Ak na bankovom trhu nemá dominantné postavenie niekoľko bánk, potom zmena oficiálnych sadziieb výrazne ovplyvní úrokové sadzby z vkladov a z úverov. Na druhej strane existencia štátnych bánk pod malým tlakom maximalizovať svoj zisk znižuje účinok menovej politiky na strednodobé úrokové sadzby.

Úrokové sadzby z úverov a vkladov rovnako závisia od prístupu domácností a podnikov k alternatívnym zdrojom financovania, t.j. od stupňa rozvoja kapitálového trhu a od prístupu k zahraničným zdrojom. Ako sme uviedli, v podmienkach slovenskej ekonomiky kapitálový trh prakticky nepredstavuje alternatívu bankovým úverom pri investičnom rozhodovaní podnikov. Na druhej strane prístup na zahraničné finančné trhy ako výsledok postupnej liberalizácie zahraničných kapitálových tokov možno považovať za významný zdroj financovania podnikov po roku 1995.

Hĺbka peňažného a kapitálového trhu je ďalším dôležitým faktorom ovplyvňujúcim prenos zmeny úrokových sadziieb peňažného trhu na ostatné úrokové sadzby a výdavky v ekonomike. Plytký alebo nedokonalý konkurujúci finančný trh spôsobuje často vysokú volatilitu úrokových sadziieb. V takomto prípade je pre banky prispôbovanie úrokových sadziieb nákladné (buď z administratívnych dôvodov alebo kvôli obavám z narušenia vzťahov s klientelou), a preto nemenia svoje strednodobé sadzby pri každej zmene úrokových sadziieb peňažného trhu. Podobne reakcia úrokových sadziieb plytkého kapitálového trhu na zmenu oficiálnych úrokových sadziieb je ťažko predvídateľná.

Reakcia makroekonomických veličín na zmenu trhových sadzieb

Jedným zo štandardných spôsobov monitorovania transmisného mechanizmu vo vzťahu k reálnej ekonomike je porovnanie zmeny úrokových sadzieb a zmeny reálneho HDP vrátane jeho komponentov. Pre neúplnosť potrebných informácií o vývoji HDP (najmä jednotlivých komponentov) sa obmedzíme len zachytenie určitých vývojových tendencií.

Slovenská ekonomika v sledovanom období 1995-1998 vykazovala značné tempá ekonomického rastu súčasne so všeobecným rastom úrokových sadzieb. Táto skutočnosť narušuje platnosť vzťahu medzi úrokovými sadzbami a rastom agregátnych výdavkov (najmä investícií), ktorú sme uviedli v úrokovom kanáli transmisného mechanizmu. Podobne nedochádza k potvrdeniu predpokladu, že vyššie úrokové sadzby budú znižovať spotrebu v prospech úspor. Vysoké úrokové sadzby neznížili výdavky na reálnu spotrebu.

Veľmi dôležitú úlohu v transmisnom mechanizme menovej politiky zohral kanál výmenného kurzu. Na základe empirických skúseností nemožno potvrdiť väzby medzi úrokovými sadzbami, výmenným kurzom a čistým exportom, ako sú vyššie uvádzané. Odchýlky od teoretických predpokladov možno zdôvodniť uplatňovaným režimom fixného výmenného kurzu alebo nedostatočnou substitúciou medzi domácimi a zahraničnými finančnými aktívami a pasívami.

Záver

Pochopenie kanálov, ktorými menová politika ovplyvňuje reálnu ekonomiku, predstavuje komplexný problém a vyžaduje si preto modelový prístup. Uvedené závery predstavujú analýzu ex post a nekladú si za cieľ rozuzliť komplikovaný reťazec vzájomných súvislostí medzi menovým a reálnym sektorom ekonomiky.

Vplyv zmien úrokových sadzieb na reálnu ekonomiku je relatívne malý. To znamená, že prenos impulzov pri zmene nástrojov priamo pod kontrolou centrálnych bánk (napr. krátkodobé úrokové sadzby alebo povinné minimálne rezervy) na také premenné, ktoré bezprostredne ovplyvňujú investičné alebo spotrebné rozhodnutia nefinančného sektora (úrokové sadzby z úverov, sadzby z vkladov, ceny aktív a výmenný kurz) sa uskutočňuje v podmienkach slovenskej ekonomiky s veľkým časovým oneskorením. Hlavnou príčinou pomalého transmisného procesu medzi krátko-, stredno- a dlhodobými úrokovými sadzbami je štruktúra finančného systému.

(Poznámka: V časopise sú i schematické znázornenia jednotlivých kanálov transmisného mechanizmu menovej politiky.)