



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

AKO VNÍMA TRH KOMUNIKÁCIU CENTRÁLNYCH BANKÁROV

ZISTENIA Z VYSOKO FREKVENČNÝCH ÚDAJOV.

PAVEL GERTLER A ROMAN HORVÁTH

WORKING PAPER

2/2017



© Národná banka Slovenska
www.nbs.sk
Imricha Karvaša 1
813 25 Bratislava

research@nbs.sk

Prezentované názory a výsledky v tejto štúdii sú názormi autorov a nevyjadrujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska

Všetky práva vyhradené.

Krátke časti textu, nie viac ako dva odseky, môžu byť citované bez predchádzajúceho súhlasu autorov, pokiaľ bude úplne uvedený zdroj.



Ako vníma trh komunikáciu centrálnych bankárov Zistenia z vysoko frekvenčných údajov.¹

Pavel Gertler² a Roman Horváth³

Abstrakt

V štúdiu zisťujeme, aký vplyv na finančné trhy má komunikácia členov Rady guvernérov ECB medzi menovo-politickými zasadnutiami. Používame údaje z finančného trhu s vysokou frekvenciou z obdobia medzi rokmi 2008 a 2013. Bohatá databáza komunikácie o budúcom nastavení menovej politiky, ekonomickom výhľade a budúcom nastavení nekonvenčných opatrení menovej politiky (z prejavov, výrokov na konferenciách a rozhovorov v médiách) nám umožňuje sledovať presný charakter reakcií trhu na *ad-hoc* komunikáciu centrálnych bankárov. Zisťujeme, že komunikácia v medziobdobiach má vplyv na úrokové sadzby a čiastočne aj na akciový trh, ale skoro žiadny vplyv na výmenný kurz. Taktiež zisťujeme, že načasovanie komunikácie, jej postupnosť, či zameranie nemá zásadný vplyv na okamžitú reakciu trhu. Naopak, výsledky naznačujú, že trh sa orientuje najmä na komunikáciu vybraných kľúčových členov Rady guvernérov.

JEL classification: C1, E5, G21.

Kľúčové slová: centrálna banka, komunikácia, Európska centrálna banka

¹ Ďakujeme Hamza Bennanimu, Celse Machado a účastníkom semináru v Bank of England, Národnej banke Slovenska, 21.ICMAIF konferencie (Rethymno, Grécko) a konferencie EBES (Budapešť, Maďarsko) za užitočné pripomienky. Štúdia bola pripravená počas pobytu Romana Horvátha ako hosťujúceho výskumníka v Národnej banke Slovenska. Prezentované názory a výsledky v tejto štúdiu sú názormi autorov a nevyjadrujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska. Ďakujeme tiež Albertovi Flákoví, Dritanovi Gjиковi, Monike Jurkovičovej, Radoslavovi Peterovi a Vojtechovi Pištorovi za excelentnú pomoc pri výskumnej činnosti s dátami a textom.

² Národná banka Slovenska, email : pavel.gertler@nbs.sk

³ Karlova univerzita, Praha, Česká republika, email: roman.horvath@gmail.com



NETECHNICKÉ ZHRNUTIE

S narastajúcou snahou centrálnych bánk o transparentnosť sa komunikácia stáva čoraz intenzívnejšie oporou menovej politiky. Za posledných 20 rokov postupne centrálné banky začali nielen širšie a viac do podrobností vysvetľovať dôvody zmien v nastavení menovej politiky, ale začali zdieľať s verejnosťou aj svoje vnímanie budúceho vývoja a dokonca obsah svojich diskusií na menovo-politických zasadnutiach s určitým oneskorením zverejňovať na svojich stránkach.

Literatúra sa venuje pochopeniu vplyvu komunikácie centrálnych bánk rôznymi cestami. Rôzni autori skúmajú, či charakter komunikácie dokáže vysvetliť budúce rozhodnutia o menovej politike, ako vplýva komunikácia centrálnych bánk na neistotu na trhu a či ju dokáže tmiť, alebo či má komunikácia nejaký priamy merateľný dopad na ceny finančných aktív.

V poslednej menovanej oblasti sa autori doposiaľ zameriavali najmä na pravidelnú (plánovanú) komunikáciu, najmä či zmena charakteru komunikácie na tlačových konferenciách v deň zasadnutia menovo-politického orgánu centrálnej banky dokáže meniť vývoj na trhoch. V tejto štúdii sa zameriavame na komunikáciu rady guvernérov ECB, a konkrétne na to, či aj komunikácia jednotlivých členov rady guvernérov ECB medzi jej zasadnutiami dokáže vysielat' signály, ktoré vplývajú na ceny finančných aktív. Konkrétne, našim cieľom je zistiť, či *ad-hoc* komunikácia členov rady guvernérov ECB má okamžitý dopad na úrokové sadzby, akciový trh a nominálny výmenný kurz.

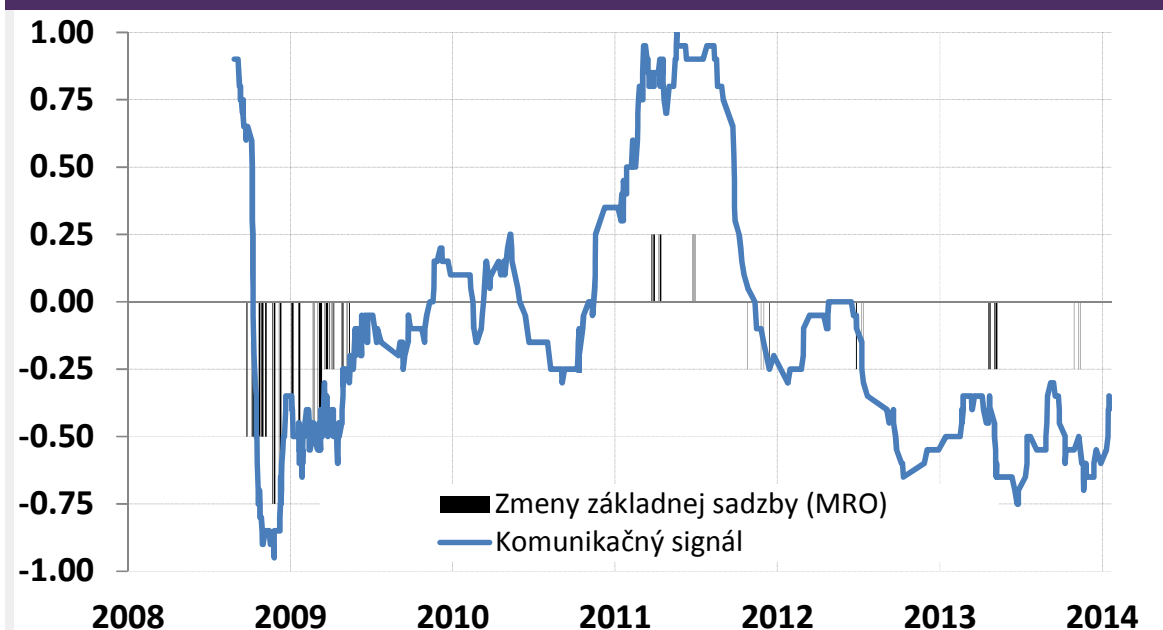
Potvrdenie existencie takéhoto dopadu by bolo v súlade s princípmi menovej politiky ECB, podľa ktorej „vyhlásenia rady guvernérov ECB formujú očakávania o ďalšom vývoji hospodárskej a menovej situácie a môžu mať okamžitý vplyv na výmenný kurz eura a trhové úrokové sadzby.“

Zozbierali sme preto všetky vyjadrenia členov rady guvernérov o budúcom nastavení menovej politiky, o ich výhláde ekonomického vývoja eurozóny, a o budúcom nastavení nekonvenčných opatrení menovej politiky medzi rokmi 2008 a 2013. Brali sme do úvahy všetky články, ktoré sa objavili v Reuters News, a informovali po prvý krát o vyjadrení nejakého z členov rady guvernérov, ktoré spĺňalo vyššie uvedené kritéria. Takéto vyjadrenie

sme podľa jeho obsahu oznámkovali ako signál uvoľňovania (-1), signál sprísňovania (+1), alebo neutrálny signál (0).

Takto definované signály na prvý pohľad relatívne dobre vysvetľujú zmeny základných sadziieb. Uvoľňovanie menovej politiky spravidla nastávalo hneď po výraznejšej zmene komunikácie, pričom na jediné obdobie sprísnenia menovej politiky bolo treba zjavne dlhodobejšiu verbálnu aktivitu (graf 1).

Graf 1 – Komunikačný signál a zmeny menovo-politickej sadzby



Prameň: vlastný výpočet

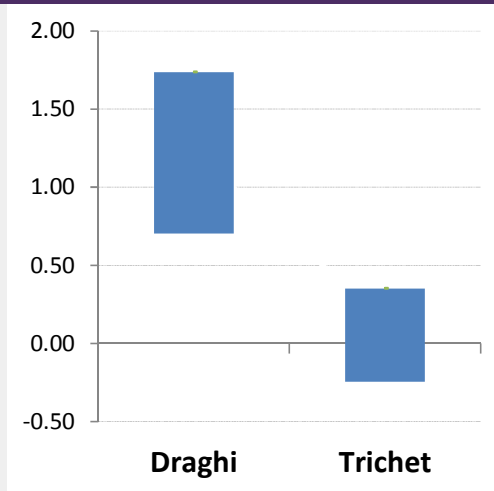
Poznámka: Komunikačný signál je vypočítaný ako priemerná hodnota posledných 20 vyjadrení členov rady guvernérů ECB medzi zasadnutiami o výhlade menovej politiky, ekonomického vývoja alebo smerovaní nekonvenčných opatrení menovej politiky. Zmeny v menovo-politickej sadzbe (MRO) predstavujú realizované zníženia a zvýšenia sadziieb. Vzorka je na období od júla 2008 do decembra 2013.

Takmer 1400 takýchto vyjadrení sme potom spárovali podľa dátumu a času ich prvého uvedenia v Reuters News s vysokofrekvenčnými (minútovými) údajmi o úrokových sadzbách (cien úrokových swapov), o hlavnom európskom akciovom indexe (Eurostoxx50) a o nominálnom výmennom kurze (EUR/USD).

Prestup signálu komunikácie členov rady guvernérů ECB na finančný trh sme v základnej špecifikácii merali na OIS swape s dvojnásobnou splatnosťou (najlepšie zodpovedá menovo-politickému horizontu) a s odozvou signálu do 60 minút od vyjadrenia. Zistili sme, že *ad-hoc* komunikácia má v priemere veľmi mierny, ale významný vplyv. Reakcia trhu je však veľmi rôznorodá pre individuálnych členov rady guvernérů. Napríklad, kým reakcia trhu na

bývalého prezidenta ECB, ktorého štandardom bolo nikdy sa nezaviazať vyjadreniami na budúcu realizáciu menovej politiky („never pre-commit...“), bola nevýznamná, reakcia na aktuálneho prezidenta, ktorého komunikácia je výrazne viac dopredu hľadajúca, má viditeľný dopad na finančné trhy (graf 2).

Graf 2 – Okamžitý vplyv komunikácie prezidentov ECB na 2-ročnú sadzbu



Poznámka: Stĺpce zodpovedajú jednej štandardnej odchýlke okolo odhadnutého koeficientu. Pozorovania za prezidenta Draghiho prináležia iba obdobiu od novembra 2011 do decembra 2013, kde naša vzorka končí.

Tento výsledok však môže napovedať aj o zmenách v spôsobe rozhodovania, ktorým rada guvernérov prechádza. Zvyšujúci sa počet členov rady a väčšia heterogenita názorov môže viesť od tradičného kolegiálneho rozhodovania založenom na konsenze k viac autokraticky kolegiálnemu rozhodovaniu, ktoré je typické pre FOMC (v USA). Táto hypotéza však vyžaduje ďalšie skúmanie.

Celkovo však signál z komunikácie individuálnych členov rady guvernérov ECB prechádza viditeľne iba do úrokových sadziieb, iba mierne do cien na akciových trhoch a žiaden dopad nenachádzame v zmenách výmenného kurzu. Použitie kontrolných premenných v odhadoch však prezrádza, že finančné trhy silnejšie reagujú na komunikáciu v časoch s vyššou neistotou (v obdobiach s vyššou mierou systémového stresu a v obdobiach s vysokým objemom prebytočnej likvidity v systéme).

Taktiež platí, že v prípadoch výraznejších zmien cien na trhu v dôsledku komunikácie sú trhy citlivejšie, pričom v týchto prípadoch majú významný vplyv aj na ceny na akciovom trhu.



Okrem selektívneho vnímania jednotlivých členov rady guvernérov sme pri testoch robustnosti nenašli žiadnu inú šablónu vnímania *ad-hoc* komunikácie trhom. To sa týka tak prejavov guvernérov na domácej pôde, či vnímania komunikácie guvernérov veľkých krajín v porovnaní s guvernéromi malých krajín, počtu dní zostávajúcich do nasledujúceho zasadnutia rady guvernérov, počtu po sebe idúcich verbálnych intervencií na konkrétnu tému, či charakteru (obsahu) komunikácie.