

Ivana Lennerová

## VÝHLAD PRAKTICKEJ REALIZÁCIE ODPORÚČANÍ TEÓRIE MONETARIZMU V EUROZÓNE<sup>1</sup>

**Abstract:** *The purpose of the present paper is to verify the hypothesis whether it would be possible to use the conclusions of individual representatives of monetarism in the implementation of monetary policy by the European Central Bank in the future. The paper is divided into two parts. The first chapter deals with the comparison of two methods/ approaches of selected central banks at the time of the global financial crisis in the implementation of monetary policy. The second chapter deals with prospects of monetarism in the implementation of monetary policy in euro-zone. The author presents her proposal for a new theoretical conception in the implementation of euro-zone monetary policy in the future. As regards the theoretical and empirical data on which the paper is based, the author has arrived at the conclusion that it will not be possible to use the conclusions of individual representatives in the implementation of the euro-zone monetary policy in the future. According to the author, it is easier for the ECB to respond to the shocks in the economy by means of the change in interest rate than by influencing the supply of money. For this reason, the author recommends to consider a theoretical conception of a new consensus in the future.*

**Keywords:** *monetarism, monetary policy, inflation, strategies of monetary policy, European Central Bank (ECB)*

**JEL:** E 5

### Úvod

Väčšina ekonómov verí tomu, že menová politika môže ovplyvňovať reálnu ekonomickú aktivitu iba v horizonte niekoľkých rokov. V tomto zmysle môže centrálna banka vyhladzovať cyklické kolísanie ekonomiky – zmiernovať recesie a obmedzovať konjunktúry prostredníctvom viac či menej prekvapivých zmien

<sup>1</sup>Príspevok je vykazovaný v rámci projektu Centrum excelentnosti.

tempa rastu peňažnej zásoby. Zároveň sa väčšina ekonómov domnieva, že zmeny v menovej politike sa časom premietnu do vyššej či nižšej cenovej hladiny a jej vplyv na reálne veličiny pomíne. Inými slovami, v dlhom období je menová politika neúčinná, t. j. peniaze sú neutrálne.

Názory o neutralite peňazí, efektoch menovej politiky na dlhodobý rast a o efektoch dezinflácie naznačujú, že menová politika má nezanedbateľný vplyv na reálnu ekonomickú aktivitu, a to predovšetkým v tom zmysle, že sústredenie sa na sledovanie inflácie ako jediného cieľa, na presadzovanie nulovej inflácie či na rýchlu dezinfláciu môže byť z hľadiska dlhodobej výkonnosti ekonomiky suboptimálne. Tým chceme naznačiť, že argumentácia v prospech aktívnej menovej politiky, ktorá sleduje nielen dlhodobú cenovú stabilitu, ale aj vytváranie podmienok na stabilný rozvoj reálnej ekonomiky sa nám zdá ako správna.

Makroekonomická politika teda zahŕňa voľbu medzi alternatívnymi hlavnými cieľmi. Krajina nemôže mať súčasne vysokú spotrebu i rýchly rast ekonomiky, pri znížení inflácie treba rátať s rastom nezamestnanosti alebo s poklesom produktu. Teória dospela k poznaniu, že v ekonomike, kde sa ceny a mzdy určujú na slobodnom trhu, musí sa zaplatiť za zníženie inflácie vysoká cena v podobe vyššej miery nezamestnanosti a medzery v produkte. Ale popritom sa predsa len do popredia cieľov národohospodárskej politiky dostáva znižovanie inflácie, resp. s týmto cieľom súvisiaca politika cenovej stability. Cenová stabilita bola aj jednou z podmienok obsiahnutých v konvergenčných kritériách, ktorú musela Slovenská republika splniť pred zavedením eura v januári 2009.

Voľba samotnej stratégie menovej politiky nie je jednoduchou záležitosťou, keďže ju ovplyvňujú viaceré skutočnosti. Pôvodná stratégia Európskej centrálnej banky bola stanovená ako kompromis s cieľom preklenúť rozdiely medzi odchádzajúcou stratégiou menového cielenia a nastupujúcou stratégiou – inflačným cíelením.

Tým, že Európska centrálna banka v súčasnosti využíva stratégiu inflačného cielenia, možno konštatovať, že krajiny v rámci eurozóny dosahujú dobré výsledky pri obmedzovaní miery inflácie. Napriek celkovo úspešným výsledkom ani táto koncepcia nie je bez problémov a objavujú sa názory na hľadanie novšieho spôsobu, ktorý by odrážal potreby súčasnosti.

## **1 Komparácia postupov vybraných centrálnych bánk v čase globálnej finančnej krízy**

Svetové centrálné banky v snahe stabilizovať finančné trhy a zabezpečiť svoj primárny cieľ, stabilitu meny, realizovali niekoľko nadštandardných krokov, ktorými sa usilovali a ešte v súčasnosti aj usilujú o obnovu stability finančných trhov. Tá bola značne narušená neochotou bánk znášať úverové riziko voči svojim medzibankovým partnerom a súčasne voči svojim privátnym klientom. Centrálné banky preto začali využívať také nástroje, ktoré mali podporiť nielen medzibankovú

likviditu, ale aj úvery domácnostiam a firmám. Tým smerujú spolu s vládnymi programami k obnove efektívneho fungovania finančných trhov a k naštartovaniu ekonomického rastu.

Tab. č. 1

Hlavné zámery a nepriame ciele vybraných centrálnych bánk

Centrálna banka	Nepriamy cieľ	Hlavný zámer
Federálny rezervný systém USA	M2 a M3, pričom cieľové hodnoty sa definujú v polročných intervaloch	Maximálna možná miera zamestnanosti, stabilné ceny a primerané dlhodobé úrokové miery
Bank of Japan	Žiaden	Cenová stabilita a stabilita finančného systému
Bank of England	CPI inflácia má mať hodnotu 2,5 %, pričom počas roka sú povolené odchýlky $\pm 1$ %	Cenová stabilita
Európska centrálna banka	Ročný rast HICP má byť pod 2 % Ročný rast množstva peňazí M3 do 4,5 %	Cenová stabilita

Prameň: [1].

## 1.1 Spoločné postupy centrálnych bánk

Finančná kríza sa prejavila všeobecným poklesom dôvery na finančných trhoch, čím banky výrazne obmedzili ochotu požičiavať si navzájom voľné zdroje a zároveň sa výrazne zhoršili podmienky na úverovom trhu.

Prvou rovnakou reakciou centrálnych bánk na zhoršenie podmienok na finančnom trhu bolo zvýšenie likvidity prostredníctvom štandardných menovopolitických refinančných operácií a súčasne poskytnutie likvidity prostredníctvom dodatočných operácií. Po zosilnení finančnej krízy v septembri 2008 reakcie na zhoršené podmienky možno zhrnúť do piatich bodov ([8], s. 19):

1. *Zníženie kľúčových sadziieb.* Z dôvodu negatívneho ekonomického výhľadu súvisiaceho s prehlbujúcou sa finančnou krízou začal ako prvý s uvoľňovaním menových podmienok prostredníctvom zníženia kľúčových úrokových sadziieb FED v septembri 2007. Neskôr ku znižovaniu pristúpila aj centrálna banka Anglicka (ďalej len BoE). Po zosilnení napätia na finančných trhoch sa 6 centrálnych bánk dohodlo na bezprecedentnom koordinovanom kroku redukcie kľúčových sadziieb. Po ňom začala globálna fáza uvoľňovania menovej politiky. Kľúčové sadzby vybraných centrálnych bánk sa v súčasnosti nachádzajú na úrovniach až v blízkosti nuly.

2. *Zvýšenie poskytnutia dlhodobej likvidity na medzibankovom trhu.* Počas úverového boomu, ktorý pokračoval až do leta 2007, sa stali európske finančné inštitúcie závislé od medzibankových transakcií v amerických dolároch, keďže svoje obchody rozšírili až na globálnu úroveň. Z tohto dôvodu po zostrení situácie na finančnom trhu začali narážať na problémy pri zabezpečovaní likvidity v amerických dolároch. V tejto situácii začala ECB a centrálna banka Švajčiarska poskytovať likviditu v amerických dolároch (december 2007) na základe swapovej linky dohodnutej s FED. K rovnakej swapovej dohode v septembri 2008 pristúpila aj BoE a centrálna banka Japonska (ďalej len BoJ).

3. *Rozšírenie akceptovateľného kolaterálu.* V snahe flexibilne uspokojiť zvýšený záujem v refinančných operáciách pristúpili centrálné banky k rozšíreniu akceptovateľného kolaterálu<sup>2</sup>.

4. *Priama angažovanosť na trhoch, ktorých fungovanie sa výrazne zhoršilo.* Finančná kríza má za následok zhoršenie podmienok nielen na medzibankovom trhu, ale negatívne ovplyvnila aj domácnosti a firmy, čoho dôsledkom bolo aj zhoršenie podmienok na úverovom trhu. V snahe zabrániť ďalšiemu prehĺbeniu nielen finančnej, ale aj ekonomickej krízy centrálné banky zaviedli nové programy, ktoré bližšie rozoberáme v nasledujúcej podkapitole.

5. *Ďalšie postupy.* Značné navýšenie likvidity do bankového sektora prostredníctvom refinančných operácií malo za následok zvýšené tlaky na jednodňovú trhovú sadzbu, ktorej stabilita je v prípade všetkých štyroch centrálnych bánk (FED, ECB, BoE, BoJ) operačným cieľom. Pre zabezpečenie tohto cieľa pristúpili centrálné banky k ďalším krokom, bližšie pozri tabuľku č. 2.

Výrazné rozšírenie refinančných objemov, ktorými centrálné banky pomáhajú prekonať domácim komerčným bankám vypätú situáciu na finančných trhoch, sa prejavili v bilanciách centrálnych bánk (pozri tabuľky č. 3 a č. 4 v nasledujúcej podkapitole).

## 1.2 Individuálne postupy centrálnych bánk

Po USA bola eurozóna druhým najväčším regiónom, ktorý bol výrazne ovplyvnený finančnou krízou začínajúcou v roku 2007. Nepokoje na americkom finančnom trhu sa veľmi rýchlo rozšírili aj do Európy. Situácia si vyžiadala okamžitý zásah ECB. Operačným cieľom Európskej centrálnej banky je stabilita jednodňovej sadzby Eonia v blízkosti kľúčovej sadzby pre hlavné refinančné operácie, ktorá signalizuje menovopolitické zámery Eurosystemu. Do vypuknutia finančnej krízy ECB implementovala menovú politiku prostredníctvom štandardnej štruktúry nástrojov, ktorými boli refinancovanie bankového sektora prostredníctvom operácií na voľnom trhu, jednodňové refinančné operácie, sterilizačné operácie a požiadavka povinných minimálnych rezerv. Kroky ECB sú v období finančnej krízy charakteristické rozšírením škály splatností, frekvencie a objemov už existujúcich nástrojov. Novým nadštandardným nástrojom je Program nákupu krytých dlhopisov. Cieľom tohto programu je podpora poklesu dlhodobých úrokových sadzieb peňažného trhu, podpora bánk pri poskytovaní úverov súkromnému sektoru, pomoc pri zlepšení likvidity dôležitých segmentov súkromného trhu a zjednodušenie

<sup>2</sup>FED rozšíril akceptovateľný kolaterál pre tzv. úverovú facilitu primárnych dealerov a facilitu pre dlhodobjšiu výmenu cenných papierov v polovici septembra 2008. ECB v polovici októbra 2008 rozšírila zoznam aktív akceptovateľných ako kolaterál v refinančných operáciách Eurosystemu, zahŕňajúc trhové dlhové aktíva denominované aj v iných menách ako euro a znížila úverový rating na aktíva z A- na BBB-. BoE oznámila rozšírenie kolaterálu pre refinančnú repo operáciu s trojmesačnou splatnosťou, zahŕňajúc cenné papiere kryté aktívami a iné aktíva. BoJ zahrnula v polovici októbra 2008 do kolaterálu na zabezpečenie svojich operácií aj dlhopisy s variabilnou sadzbou, inflačne viazané dlhopisy a 30-ročné vládne dlhopisy.

prístupu k prostriedkom pre banky a podniky. Program sa začal v júli 2009 a trval do júna 2010. Finančná kríza znamenala pre európsky bankový systém značné rozšírenie objemu, ktorý banky čerpali z ECB, a prerozdelenie štruktúry splatností.

Operatívnym cieľom Bank of England je udržiavať jednodňové úrokové sadzby peňažného trhu Spojeného kráľovstva v blízkosti kľúčovej sadzby BoE prostredníctvom zaistenia bankových rezerv v súlade s ich dopytom, ktorý vyjadruje cieľovú sumu povinných minimálnych rezerv stanovenú samotnými protistranami. BoE využíva pri implementácii menovej politiky štandardne operácie na voľnom trhu. Po vypuknutí finančnej krízy reagovala BoE okrem uvoľnenia menových podmienok najmä rozšírením štandardných menovopolitických nástrojov a pristúpila aj k zavedeniu špeciálneho programu. Bank of England má v súčasnosti uzatvorenú zmluvu o poskytnutí repo operácií v amerických dolároch na domácom trhu, ale záujem o tieto operácie zo strany bánk je minimálny až nulový.

Tab. č. 2

Prehľad nástrojov centrálnych bánk implementovaných od augusta 2007 do konca r. 2010

Banka	Zníženie kľúčových sadziieb	Poskytnutie likvidity na medzibankovom trhu	Priame nákupy aktív na finančnom trhu
<b>ECB</b>	Zo 4,25 % v júli 2008 na 1,0 % v súčasnosti (7 znížení)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Plné uspokojenie dopytu za fixnú sadzbu v refinančných operáciách</li> <li>• Rozšírenie objemu a splatnosti LTRO</li> <li>• Repo operácie v USD a CHF</li> <li>• Expanzia akceptovateľného kolaterálu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Covered Bond Purchase Program</li> </ul>
<b>FED</b>	Z 5,25 % v júni 2006 na „target range“ 0,00 – 0,25 % v súčasnosti (10 znížení)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Term Auction Facility</li> <li>• Primary Dealer Credit Facility</li> <li>• Term Securities Lending Facility</li> <li>• Remunerácia prebytočných rezerv</li> <li>• Swapové linky s centrálnymi bankami</li> <li>• Expanzia akceptovateľného kolaterálu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Asset-Basket Commercial Paper MMMF Liquidity Facility</li> <li>• Commercial Paper Funding Facility</li> <li>• Money Market Investor Funding Facility</li> <li>• Term Asset-Basket Securities Loan Facility</li> <li>• Priame nákupy MBS a dlhopisov vládnych agentúr</li> <li>• Priame nákupy vládnych cenných papierov</li> <li>• Pomoc pri problémoch individuálnym bankám</li> </ul>
<b>Bank of England</b>	Zo 5,75 % v júli 2007 na 0,50 % v súčasnosti (9 znížení)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rozšírenie poskytnutého objemu v LTRO</li> <li>• Discount Window Facility</li> <li>• absorbovanie zdrojov prostredníctvom pokladničných poukážok BoE</li> <li>• Special Liquidity Scheme</li> <li>• Remunerácia prebytočných rezerv</li> <li>• Repo operácie v USD</li> <li>• Expanzia akceptovateľného kolaterálu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Asset Purchase Facility na nákup vládnych dlhopisov, komerčných papierov a korporátnych dlhopisov</li> </ul>
<b>Bank of Japan</b>	Z 0,50 % vo februári 2007 na 0,10 % v súčasnosti (2 znížení)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poskytnutie dostatočnej likvidity na prelome kalendárneho a fiškálneho roka</li> <li>• Rozšírenie objemu nákupov JGBs</li> <li>• Remunerácia prebytočných rezerv</li> <li>• Repo operácie v USD</li> <li>• Expanzia akceptovateľného kolaterálu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Repo obchody s komerčnými papiermi</li> <li>• Special funds-supplying operations</li> <li>• Priame nákupy komerčných papierov a korporátnych dlhopisov</li> <li>• podriadený dlh bankám</li> </ul>

Prameň: ([8], s. 11).

## Súvaha Eurosystemu v mld. €

Aktíva	August 2009	Jún 2007	Pasíva	August 2009	Jún 2007
<b>Autonómne faktory</b>					
Čisté zahraničné aktíva	392	317	Obeživo	767	633
Domáce aktíva	341	131	Vládne depozitá	136	70
			Ďalšie autonómne faktory	189	27
<b>Operácie poskytujúce likviditu v zahraničnej mene</b>					
USD repo operácie	31	0	Pohľadávky FED-u		
DKK swapové operácie	0	0	Pohľadávky Švajčiarskej národnej banky		
SEK swapové operácie	3	0			
<b>Nástroje menovej politiky</b>					
Portfólio krytých dlhopisov	9	0	Rezervné účty	203	182
Hlavné refinančné operácie	78	313	Operácie absorbujúce likviditu	0	0
Dlhodobé refinančné operácie	634	150	Jednodňové depozitné operácie	143	1
Dolaďovacie operácie	0	0			
Jednodňové refinančné operácie	0	1			
<b>Spolu</b>	<b>1 488</b>	<b>913</b>	<b>Spolu</b>	<b>1 488</b>	<b>913</b>

Prameň: ([8], s. 22).

## Súvaha Bank of England v mil. GBP

Aktíva	August 2009	Jún 2007	Pasíva	August 2009	Jún 2007
			Obeživo	46 671	39 606
			Rezervné účty	133 654	18 145
Jednodňové refinančné operácie	0	300	Jednodňové vklady		
Krátkodobé operácie			Krátkodobé operácie		
Dolaďovacie reverzné repo obchody			Dolaďovacie repo operácie		
			Jednotýždňové repo operácie		
Jednotýždňové reverzné repo obchody	0	31 750	Ostatné repo operácie		
Ostatné reverzné repo obchody					
Dlhodobé reverzné repo obchody	58 174	15 000			
Nástroje poskytované vláde	370	13 370	Vládne dlhopisy vydané v cudzej mene	3 699	4 351
Dlhopisy a iné cenné papiere získané z trhových operácií	13 104	7 735	Iné depozitá	2 547	2 717
Ostatné aktíva	145 706	12 382	Ostatné pasíva	15 718	30 783
<b>Spolu</b>	<b>217 354</b>	<b>80 537</b>	<b>Spolu</b>	<b>217 354</b>	<b>80 537</b>

Prameň: [8], s. 25).

## 2 Perspektívy monetarizmu pri realizácii menovej politiky v eurozóne

Praktický neúspech menovej politiky založenej na friedmanovskom monetarizme a škode racionálnych očakávaní v priebehu 80. rokov 20. storočia viedli k hľadaniu novej podoby menovej politiky a jej teoretického zdôvodnenia. Hlavný prúd ekonómie sa odklonil od monetarizmu, ktorého úsilie o priamu determináciu množstva peňazí v obehu podľa Friedmanovho pravidla skončilo úplným neúspechom. Noví keynesovskí ekonómovia hľadali presvedčivé teoretické zdôvodnenia prechodu k menovej politike zameranej na stabilizáciu inflácie v stanovenom intervale pomocou prispôsobovania úrokových sadzieb. V priebehu 90. rokov minulého storočia sa postupne na týchto základoch vyvinula menová politika založená na inflačnom celení, ktoré dnes praktizuje mnoho vyspelých trhových ekonomík vrátane Európskej centrálnej banky.

Na prelome storočia sa v ekonomickej teórii vytvoril „*nový konsenzus*“ v menovej teórii i v politike, ktorý je teoretickým zdôvodnením celenia inflácie. Zmeny úrokových sadzieb majú zaistiť neinflačný vývoj agregátneho dopytu, preto môžeme inflačné celenie chápať ako menovú politiku jemného doladovania agregátneho dopytu v záujme dosiahnutia stanoveného inflačného cieľa. Nová keynesovská ekonómia, podobne ako monetarizmus, zastáva názor, že jedným z najdôležitejších predpokladov dobrej ekonomickej výkonnosti na makroekonomickej i mikroekonomickej úrovni je nízka a čo možno najstálejšia miera inflácie, najmä z dlhodobého hľadiska [20]. Predstavitelia tejto teoretickej koncepcie zdôrazňujú predovšetkým závažnosť nákladov, ktoré spôsobuje neanticipovaná inflácia. Tá spôsobuje náhodné prerozdelenie dôchodkov spojené so znižovaním ekonomických podnetov, prerozdeľovaním hodnôt v prospech dlžníkov a v neprospech veriteľov, deformáciu cien, zvyšovanie neistoty a tým znižuje investície a ekonomickú výkonnosť. Za významné považujú i náklady spojené s antiinflačnými opatreniami menovej politiky. Značne kritickí sú mnohí noví keynesovci voči monetarizmom odporúčanej liečbe inflácie. Aby nebolo potrebné sa k takto nákladnej terapii uchýľovať, treba podľa nich udržiavať infláciu na veľmi nízkej úrovni ([15], s. 413).

Všetky režimy menovej politiky majú svoje výhody i nevýhody. Najhoršie praktické výsledky mali pokusy celenia peňažných agregátov opierajúce sa o friedmanovský monetarizmus. Tento režim je dnes už ekonomickou teóriou i praxou opustený<sup>3</sup>. Od začiatku 90. rokov 20. storočia pribúda počet krajín, ktoré využívajú rôzne formy inflačného celenia v spojení s postavením centrálnej banky ako nezávislej inštitúcie sledujúcej menové ciele. Cieľom je čo najdôveryhodnejšie a čo najtransparentnejšie správanie centrálnej banky. Preto je celenie inflácie

<sup>3</sup>Dokonca i Milton Friedman, ktorý vždy presadzoval celenie peňažných agregátov ako nástroja stabilizácie ekonomiky (tzv. Friedmanovo pravidlo), priznal v článku publikovanom v roku 2003 vo Financial Times, že používanie množstvapeňažniako cieľanebola úspešné a žesinie je istý, či by dneštúopolitikupresadzoval tak vehementne, akotorobil.

spojené s verejným vyhlásením strednodobého inflačného cieľa či koridoru v numerickom vyjadrení. Podľa *nového konsenzu* je žiaduce dosiahnutie veľmi nízkej miery inflácie, najlepšie v rozmedzí 1 – 3 %. Úspešnosť menovej politiky je tiež omnoho lepšie posúdiť.

Podľa nových keynesovcov si úspešnosť inflačného cielenia vyžaduje i disciplinovanosť pri uplatňovaní fiškálnej politiky, pretože vysoké deficity a kumulácia verejných dlhov znemožňujú dôveryhodné uplatňovanie režimu inflačného cielenia ([11], s. 105 – 109). Hlavným nástrojom aktívnej politiky makroekonomickej stabilizácie ekonomiky by mala byť menová politika, zatiaľ čo fiškálna politika by mala zohrávať oveľa menšiu úlohu, t. j. udržiavať pokiaľ možno nízke deficity verejných rozpočtov a nízky verejný dlh. Rozhodujúcim nástrojom menovej politiky by malo byť *pravidlo menovej politiky* využívajúce ako nástroj makroekonomickej stabilizácie krátkodobé úrokové sadzby. Taylor definoval pravidlo menovej politiky takto: „Pravidlo menovej politiky je možné definovať ako predpis (vyjadrený algebraicky, numericky či graficky), ktorý stanoví, ako sa nástroje menovej politiky, ako sú menová báza alebo sadzba federálnych fondov, menia v reakcii na vývoj ekonomických premenných“ ([21], s. 2). Uvedená definícia pravidla menovej politiky, ktorá je charakteristická pre inflačné cielenie, má povahu kompromisu medzi diskretnou menovou politikou, ktorá je typická pre neokeynesovskú makroekonómiu, a Friedmanovým rigidným pravidlom.

Podľa nových keynesovcov je hlavným nebezpečenstvom inflačného cielenia deflačný vývoj, a preto nesúhlasia s predstavami niektorých neokonzervatívnych ekonómov, že cieľom by mala byť nulová miera inflácie. Inflačný cieľ by mal byť kladný a mal by sa vyvíjať v pásme 1 – 5 %. Kladný inflačný cieľ je nevyhnutný i pre prispôsobovanie sa relatívnych miezd a cien ([15], s. 416).

Pravidlo menovej politiky môže mať rôznu podobu v závislosti od štruktúry ekonomiky, predstavy o transmisnom mechanizme menovej politiky i od toho, či berieme do úvahy pri jeho odvodzovaní nedostatok informácií a existenciu asymetrických informácií, alebo nie. Pri jeho odvodzovaní používajú noví keynesovci rôzne typy makroekonomických modelov, ktoré popisujú makroekonomické vzťahy v ekonomike. Najvýznamnejším pravidlom menovej politiky v rámci tejto teoretickej koncepcie sa stalo Taylorovo pravidlo odvodené z analýzy správania FED-u, ktoré vychádzalo z empiricky vyvodeného záveru, že centrálna banka USA stanoví krátkodobé úrokové sadzby s ohľadom na minulý vývoj HDP a inflácie. Pôvodné Taylorovo pravidlo hovorí o tom, že v reakcii na situáciu, keď je skutočný produkt vyšší o 1 % ako potenciálny a skutočná inflácia rovnako o 1% vyššia ako inflačný cieľ, má centrálna banka v záujme stabilizácie ekonomického vývoja zvýšiť krátkodobú úrokovú sadzbu tiež o 1 % [21].

Podľa nových keynesovcov zavedenie pravidla menovej politiky mení správanie sa ekonomických subjektov. Príkladom môže byť vývoj meny v reakcii na zvyšujúcu sa mieru inflácie. V podmienkach plávajúceho menového kurzu bude v tejto situácii

národná mena obvykle depreciovať. Pokiaľ však centrálna banka formuluje svoju menovú politiku na základe Taylorovho pravidla a má explicitne stanovený inflačný cieľ, ktorý zverejňuje, budú ekonomické subjekty očakávať zvýšenie krátkodobej úrokovej sadzby a národná mena môže, naopak, začať apreciovať. V novom konsenze je hlavným nástrojom menovej politiky krátkodobá úroková sadzba centrálnej banky, ktorá je determinovaná exogénne. Kvôli exogénnej determinácii úrokových sadzieb nadobúda ponuka peňazí, presnejšie bankové peniaze vznikajúce úverovou kreáciou, endogénnu povahu. Nová keynesovská ekonómia vznikla viac menej ako pragmatické riešenie neúspešného pokusu o priame ovplyvňovanie ponuky peňazí na základe Friedmanovho pravidla. Novú keynesovskú ekonómiu je možné chápať ako definitívne priznanie teoretického krachu monetarizmu a ako návrat k viac menej inovovanej tradičnej keynesovskej menovej politike. Zároveň je ho možné ešte stále interpretovať ako kompromisné riešenie, ako určitú obdobu povojnovnej neoklasickej syntézy, aj keď podstatne sofistikovanejšej a používajúcej nové argumenty.

V čase hospodárskej krízy odporúčame zvážiť názory na menovú politiku, ktoré presadzuje ekonóm považovaný za zakladateľa *modernej ekonómie rozvoja* – Joseph Stiglitz<sup>4</sup>. Podľa neho menová politika v boji proti recesii, založená na znížení úrokovej miery, by mala viesť k zvyšovaniu ponuky úverov. Centrálna banka sa snaží pri recesii znižovaním krátkodobej úrokovej sadzby stimulovať investície a tým zvýšiť agregátny dopyt. Na pokles úrokovej sadzby môžu banky v určitých podmienkach reagovať nedostatočne. I veľké zníženie diskontnej sadzby môže mať relatívne malý vplyv na rovnovážnu úrokovú mieru požadovanú pri poskytovaní úverov. Pritom podľa Stiglitzu môžu mať zmeny v dostupnosti úverov výrazný vplyv na úroveň hospodárskej aktivity. Na rozdiel od nominálnych úrokových mier majú podľa neho zmeny reálnej úrokovej miery zrejme len malý vplyv na ekonomické výkyvy ([17], s. 307).

Vo svojom článku *Za preformuláciu teórie peňazí* v tomto ohľade napísal: „Problémom je, že s tým, ako ekonomika prechádza do recesie, banky obvykle znížia rozsah poskytovaných úverov, a to významne. Skutočnosť, že sa v recesii znižuje ponuka peňazí, nemusí nutne odrážať chybnú menovú politiku. Ponuka peňazí nie je ničím iným, než druhou stranou bilancii bánk. Obmedzenie poskytovania úverov bude spojené s obmedzovaním ponuky peňazí. Menové authority môžu urobiť naozaj veľa pre to, aby sa poskytovanie úverov a ponuka peňazí neznižovali“ ([19], s. 29).

Menová politika v Stiglitzovom poňatí ovplyvňuje správanie sa ekonomiky predovšetkým prostredníctvom finančných tokov a úverov. Úroková sadzba však nemusí byť dobrým cieľom menovej politiky, pre trh úverov sú vďaka nedostatku a asymetrickým informáciám charakteristické množstevné prispôbovacie procesy. Hlavný je ich vplyv na investície a ochotu a schopnosť firiem vyrábať. Banková

<sup>4</sup>Stiglitz sa venoval analýze asymetrických informácií, ktoré používal ako nástroj na vysvetlenie inštitucionálnych a trhových podmienok trhových ekonomík.

sústava ovplyvňuje ekonomickú výkonnosť prostredníctvom prístupu k zdrojom a jeho alokačnými dôsledkami. Nástroje menovej politiky podľa neho majú len obmedzenú účinnosť ovplyvniť ekonomiku, pretože môžu len obmedzene ovplyvňovať ochotu bánk poskytovať úvery tvárou v tvár neistote. Preto by účinná stabilizačná politika mala byť podľa Stiglitzza zameraná na prekonávanie dôsledkov pridelovania úverov. Na to je možné napríklad využiť daňovo zvýhodnené investície (daňové úľavy, zrýchlené odpisovanie). Takéto opatrenia by poskytli firmám v týchto podmienkach dodatočné zdroje financovania [17].

Stiglitz na rozdiel od ostatných predstaviteľov nového konsenzu nie je stúpencom cielenia inflácie. Veľmi kriticky sa vyslovuje k nezávislosti centrálnej banky, ktorú nepovažuje za efektívny spôsob uskutočňovania menovej politiky. Zdôrazňuje, že menová politika má závažné dôsledky pre správanie sa ekonomiky v krátkom i dlhom období. Miera nezávislosti centrálnej banky by mala byť predmetom diskusií.

Stiglitz odmieta prílišné antiinflačné zameranie menovej politiky na národnej úrovni i v politike Medzinárodného menového fondu, ktorý presadzoval, aby sa členské krajiny sústredili na boj s infláciou, ktorý sa uplatňuje často bez akýchkoľvek ohľadov na vývoj zamestnanosti a ekonomický rast. Zameranie na boj s infláciou môže byť úspešné, ale na úkor miery rastu a zvyšovania nezamestnanosti. Navyše, nižšia miera inflácie zvýhodňuje veriteľov na úkor dlžníkov. Pokiaľ by bolo zníženie inflácie dosiahnuté za cenu zvýšenia nezamestnanosti, uskutočňuje sa na úkor pracujúcich. Tvrdí, že menová politika je predovšetkým politika a nie ekonomická teória, a jej podoba často súvisí s presadzovaním záujmov reprezentantov bankovej sústavy a vlastníkov kapitálu ([16], s. 25). V súvislosti s extrémne antiinflačným zameraním hospodárskej politiky od 70. rokov 20. storočia napísal: „Príliš dlho ovládala vymedzenie ekonomickej úlohy štátu ideológia pravice. Prišiel čas pokúsiť sa o formuláciu alternatívnej vízie ekonomickej úlohy štátu v tomto storočí, viac založenej na využití ekonomickej vedy, avšak motivovanej angažovanosťou za sociálnu spravodlivosť a demokraciu“ ([16], s. 25).

Riešením medzinárodnej nestability by mala v jeho ponímaní byť reforma medzinárodných inštitúcií, ktorá by mala vychádzať zo základných princípov fungovania finančných trhov. Zlyhanie finančných trhov si vyžaduje silnú úlohu štátu na národnej úrovni a zodpovedajúce regulačné opatrenia. V súlade s potrebnou reguláciou by mali byť reštrukturalizované i medzinárodné inštitúcie a reformovaná ich politika. Pri formulácii reforiem je podľa Stiglitzza potrebné zohľadniť aj význam medzinárodných verejných statkov, ako je globálna bezpečnosť, globálna ekonomická stabilita, globálne životné prostredie, globálne zdravie a i. ([18], s. 448).

Fiškálne opatrenia a expanzívna menová politika, ktoré využívajú štáty na boj proti hospodárskej a finančnej kríze, vyvolávajú riziko inflácie. Mnohí ekonómovia varujú pred nadmerným fiškálnym a menovým uvoľnením, ktoré môže vyústiť do vysokého rastu cien, vzniku nových bublín a nových finančných kríz. Nie je istota, či centrálna banka vystihnú správny okamih, v ktorom by mali na infláciu zareagovať.

Domnievame sa, že po utlmení krízy sa inflačné procesy v ekonomikách stanú nevyhnutné, pretože sa masívne zvýši ponuka peňazí a následne sa veľmi rýchlo objaví inflácia. Preto je potrebné ukončiť protikrizové opatrenia a zamerať sa na dlhodobý boj s infláciou. Globálna finančná kríza a hospodárska recesia znamenali pre slovenskú ekonomiku z hľadiska vývoja inflácie neutrálny, resp. pozitívny vplyv. Nepotvrдили sa obavy z cenového šoku po zavedení eura, dochádza ku spomaľovaniu rastu miery inflácie.

Hodnotiť dosah menovej politiky ECB na Slovensku je z dôvodu krátkosti jej pôsobenia zatiaľ nemožné, práve preto je potrebné vnímať jej výhodnosť hlavne z dlhodobého hľadiska, pretože na súčasný stav negatívne vplyva oslabovanie mien okolitých krajín. V horizonte niekoľkých rokov je pre investorov a obyvateľov dôležitejším faktorom stabilné prostredie, aj keď štatisticky momentálne Slovensko stráca svoju konkurencieschopnosť voči ostatným okolitým krajinám. Predpokladáme, že po skončení recesie budú meny okolitých krajín – Maďarska a Poľska opäť posilňovať, čo však bude znamenať pokles cenovej konkurencieschopnosti v oblasti exportu. Celkové efekty zo zavedenia eura sú ale pozitívne, výhody plynú zo stabilnej cenovej úrovne a nízkych úrokových sadzieb, ktoré postupne priaznivo vplyvajú na hospodársky vývoj a finančnú stabilitu. Podľa hodnotenia ECB je potrebné aj naďalej tmiť inflačné tlaky a vyhýbať sa nadmernému rozpočtovému deficitu prostredníctvom dôslednej rozpočtovej politiky v súlade s Paktom stability a rastu. Okrem toho by Slovensko malo riešiť aj vysokú nezamestnanosť, zlepšiť podnikateľské prostredie a zachovať si schopnosť priťahovať zahraničný kapitál.

## Záver

Vplyv centrálnych bánk na priaznivé makroekonomické, ale aj mikroekonomické prostredie je nesporný, a to predovšetkým z dlhodobého hľadiska. Vhodná a transparentná menová stratégia vytvára predpoklady pre účinnejšie dosahovanie menových cieľov. To následne podporuje podnikateľské aktivity.

Nesplnené predpoklady monetaristického transmisného mechanizmu v 80. rokoch minulého storočia ohľadne stability dôchodkovej rýchlosti obehu peňazí a peňažných multiplikátorov viedli centrálné banky k sformulovaniu nových schém riadenia menovej politiky. Prevažne malé ekonomiky uprednostňovali využívanie režimu pevného menového kurzu. Rastúca globalizácia finančných trhov a mobilita kapitálu však robili udržiavanie fixných menových kurzov pre malé ekonomiky stále náročnejšie a nákladnejšie. Centrálné banky boli nútené časom prejsť na systém riadeného floatingu. Centrálné banky vo svete aplikovali rozličné stratégie menovej politiky. Od konca 90. rokov mnohé centrálné banky začali uprednostňovať cenovú stabilitu ako konečný cieľ svojej stratégie. Existuje niekoľko dôvodov pre takúto stratégiu: nízka inflácia podporuje ekonomický rast, problémy v súvislosti s časovou

nekonzistentnosťou sú menšie, lepšia účinnosť menovej a fiškálnej politiky ([2], s. 69).

Aj napriek tomu, že monetaristická koncepcia menovej politiky v minulosti zohrávala dôležitú úlohu pri realizácii menovej politiky, domnievame sa, že jej závery a odporúčania pre hospodársku politiku v čase súčasnej hospodárskej krízy, ale i do budúcnosti nebude možné využívať, keďže ciele peňažných agregátov sa veľmi neosvedčilo pri dosahovaní cenovej stability v sledovaných ekonomikách. Tým, že ECB prešla na stratégiu inflačného ciele, táto koncepcia jej umožňuje orientáciu na riešenie vzniknutých šokov. Zároveň nie je pri tom viazaná predpokladom stabilného vzťahu peňazí a inflácie, pretože využíva širší okruh relevantných veličín a práve v tomto období je táto stratégia vhodnejšia. Vzhľadom na explicitnú orientáciu na cenovú stabilitu táto koncepcia obmedzuje diskusie o možnej podpore hospodárskeho rastu a zamestnanosti, tým aj možnosť politického nátlaku a redukuje sa možnosť výskytu klasického problému menovej politiky spočívajúceho v časovej nekonzistentnosti. Možno konštatovať, že krajiny využívajúce tento režim menovej politiky dosahujú dobré výsledky pri obmedzovaní miery inflácie, ako aj inflačných očakávaní. Napriek celkovo úspešným výsledkom ani táto koncepcia nie je bez problémov a objavujú sa názory na hľadanie novšieho spôsobu, ktorý by odrážal potreby súčasnosti. Prikláňame sa k teoretickým východiskám predstaviteľov novej keynesovskej ekonómie, predovšetkým k Josephovi Stiglitzovi. Predpokladáme, že inflačné ciele bude vhodnou stratégiou pri realizácii menovej politiky v rámci eurozóny, i keď bude postupom času potrebná jeho modifikácia tak, aby bol naplnený hlavný cieľ ECB.

Otázka budúcnosti eurozóny je nejasná. Jedným z možných scenárov je predstava o jej rozpade, ktorý nie je nereálny. R. Horváth a M. Komárek uvádzajú celý rad prípadov neúspešných projektov menových únií v histórii svetovej ekonomiky [6]. Rovnako ako rozhodnutie o vytvorení menovej únie je aj návrat k národným menám predovšetkým politickým rozhodnutím. Vlastná organizácia návratu k národnej mene je skôr technickou záležitosťou s obmedzenými (jednorazovými) ekonomickými nákladmi. Pre príklad rozpadu menovej únie netreba ísť ďaleko do minulosti. Najbližšie podmienkam SR je rozdelenie československej federácie spojené so zavedením českej a slovenskej koruny. Rovnako tak môže kedykoľvek v budúcnosti rozhodnutím politikov ktorejkoľvek krajiny používajúcej dnes spoločnú menu euro dôjsť k návratu k pôvodnej domácej mene.

Druhou alternatívou možného vývoja je pokračovanie procesu menovej integrácie. Tá nastane v situácii, keď dôjde k napĺňaniu endogenity ekonomickej integrácie, t. j. v čase ako budú rásť prínosy spojené s členstvom v menovej únii tak, ako bude postupne prehĺbovaná integrácia finančných trhov, porastie zladenosť hospodárskych cyklov, vzrastie vzájomná obchodná výmena a z celej eurozóny sa postupne stane optimálna menová oblasť. Podľa nášho názoru k úplnému naplneniu prínosov spojených s procesom menovej integrácie dôjde až o niekoľko desiatok rokov. Otázkou

zostáva, či ochota akceptovať náklady spojené s členstvom v menovej únii vydrží občanom a politikom dostatočne dlho. Približovanie eurozóny štatútu optimálnej menovej oblasti treba chápať ako dlhodobý proces, ktorý môže naraziť na celý rad prekážok. Bude záležať len na členských štátoch, či sa ich rozhodnú prekonávať spoločne, alebo sa dajú cestou zvýhodňovania svojej pozície na úkor susedných krajín.

S ohľadom na vyššie uvedenú skutočnosť a dynamiku európskeho integračného procesu si môžeme na záver položiť rečnícku otázku: ako bude eurozóna vyzerat' o 50 rokov? Bude ešte existovať spoločná mena euro a v koľkých krajinách sa bude používať? Odpoveď na ňu budeme musieť nechať budúcemu vývoju nielen európskej hospodárskej a menovej únie, ale aj celému integračnému procesu.

## Literatúra

- [1] ECB. 2009. Monthly Bulletin. Frankfurt am Main: ECB, apríl 2009. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200904en.pdf>
- [2] GONDA, V. 2001. Cielenie inflácie ako nová stratégia menovej politiky. In: *Ekonomické rozhľady*. ISSN 0323-262X, 2001, roč. 30, č. 1, s. 68 – 78.
- [3] GONDA, V. 1997. Ku komparácii peňažných koncepcií J. M. Keynesa a M. Friedmana. In: *Ekonomické rozhľady*. ISSN 0323-262X, 1997, roč. 26, č. 4, s. 338 – 346.
- [4] GONDA, V. 2007. Milton Friedman a jeho prínos do ekonomickej vedy. In: *Ekonomický časopis*. ISSN 0013-3035, 2007, roč. 55, č. 3, s. 250 – 266.
- [5] GROS, D. – THYGESEN, N. 1999. The Maastricht criteria after enlargement: Old rules for New Members? In: *European Monetary Integration*. 2nd ed. New York: Longman Publishing Group, 1999. 592 p. ISBN-13: 978-0582320154.
- [6] HORVÁTH, R. – KOMÁREK, M. 2002. Teórie optimálnych menových zón: rámec k diskuziám o monetárni integraci. In: *Finance a úvér*, 2002, roč. 52, č. 7-8, 386-407. ISSN 0015-1920.
- [7] JANÁČKOVÁ, S. 2002. Rozšírovaní eurozóny: Některá rizika pro dohánějící země. In: *Politická ekonomie*, 2002, roč. 50, č. 6, s. 759 – 779.
- [8] KOCHANOVÁ, M. 2009. Porovnanie postupov hlavných centrálnych bánk od začiatku finančnej krízy po súčasnosť. In: *Biatec*, 2009, roč. 17, č. 12, s. 22. ISSN 1335-0900.
- [9] LUMPKIN, S. 2008. Resolution of Weak Institutions: Lessons Learned from Previous Crises: financial Market trends. In: *Financial Market Trends*. Paris: OECD, 2008. p. 42. ISSN 1995-2864.
- [10] MANDEL, M. – TOMŠÍK, V. 2003. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Praha: Management Press, 2003.
- [11] MISHKIN, F. S. 2002. Inflation Targeting in Emerging Market Economies. In: *American Economic Review*. May 2002, vol. 90, no. 2, p. 105 – 109.
- [12] MUCHOVÁ, E. 2006. *Medzinárodná ekonómia v podmienkach európskej integrácie a globalizácie*. Bratislava: ŠEVT, 2006. 96 s. ISBN 978-80-88707-81-3.
- [13] MUCHOVÁ, E. – CHRENKOVÁ, J. 2009. Inflácia a cenová stabilita z pohľadu globálnych vývojových trendov. In: *Ekonomické rozhľady*, 2009, roč. 38, č. 4, s. 467 – 480. ISSN 0323-262X.
- [14] ROGOFF, K. 2008. Inflation is now a smaller evil. In: *Project Syndicate*, 2008. Dostupné na: [www.projectsyndicate.org](http://www.projectsyndicate.org)
- [15] SNOWDON, B. – VANE, H., R. 2005. *Modern Macroeconomics. Its Origin, Development and Current State*. Cheltenham, Northampton: Edward Edgar, 2005. 416 p. ISBN: 978-1845422080.
- [16] STIGLITZ, J. E. 2003. Globalization and Economic Role of the State in the New Millennium. In: *Industrial and Corporate Change*. 2003, vol. 12, no. 1, p. 25.

- [17] STIGLITZ, J. E. 1988. Money, Credit and Economic Fluctuations. In: *Economic Record*. December 1988, vol. 64, no. 187, p. 307.
- [18] STIGLITZ, J. E. 2004. *The Roaring Nineties. A New History of the World's Most Prosperous Decade*. New York, London: W.W. Norton and Co., 2004. 448 p. ISBN-13: 978-0393326185.
- [19] STIGLITZ, J. E. 1991. Towards a Reformulation of Monetary Theory. In: *The Economic and Social Review*. 1991, vol. 23, no. 1, p. 29.
- [20] TAYLOR, J. B. 2000. Alternative Views of the Monetary Transmission Mechanism: What Difference Do They Make for Monetary policy? In: *Oxford Review of Monetary Policy*, December 2000, vol. 16, no. 4, p. 60 – 74.
- [21] TAYLOR, J. B. 1998. *A Historical Analysis of Monetary Policy Rules*. Chicago: Chicago University Press. 1998, no. 6768, p. 2.
- [22] TAYLOR, J. B. 1993. *Discretion Versus Policy Rules in Practice. Rochester Conference Series on Public Policy*. Carnegie, 1993, no. 39, p. 195 - 214.
- [23] VINTROVÁ, R. – ŽDÁREK, V. 2007. Links between Real and Nominal Convergence in the New EU Member States: Implications for the Adoption of Euro. In: *Ekonomický časopis*, 2007, roč. 55, č. 5, p. 444. ISSN 0013-3035.