

Marián Nemeč

ÚLOHA PEŇAZÍ V MENOVEJ POLITIKE EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKY

Abstract: *The European Central Bank monetary policy strategy has been created on the basis of combination of the monetary and inflation targeting regimes, while its monetary pillar is a subject of heavy criticism. On the other hand, there are arguments in favour of this strategy which have been proved in controlling the inflation pressures. The strategy seems to be a proper connection of short- to medium-term approach to inflation risks analysis represented by the economy analysis pillar and the medium- and long-term approaches represented by the monetary pillar.*

Key words: *European Central Bank, monetary policy strategy, monetary pillar, monetary targeting, inflation targeting.*

JEL: E 42, E 52, E 58

Úvod

Cieľom menovej politiky centrálnych bánk v súčasnom období je obvykle stabilizácia cien, resp. inflácie na primerane nízkej úrovni. Regulácia inflácie sa spája s kontrolou množstva peňazí v ekonomike, keď sa vychádza z dodnes rešpektovanej tézy M. Friedmana o tom, že inflácia je peňažný jav. Napriek tomu stratégia centrálnej banky, založená na režime monetárneho cielenia, ktorý je konzekventným premetnutím spomenutej tézy do praxe, je v súčasnosti v menovej politike centrálnych bánk ojedinelým javom. V tomto smere je jednou z mála výnimiek menová politika Európskej centrálnej banky (ECB), ktorej dvojpilierová stratégia obsahuje prvky monetárneho cielenia.

Stratégia ECB je od svojho vzniku predmetom tvrdej kritiky jej odporcov a rovnako ostro vyhranené sú postoje jej zástancov. Problém je zaujímavý jednak z teoretického hľadiska, kde patrí do oblasti diskusie riešajúcej klasický problém menovej politiky týkajúci sa významu regulácie množstva peňazí v rámci stabilizácie ekonomiky, rovnako dôležitá je však jeho praktická poloha, spočívajúca v hľadaní optimálnej podoby prístupu ECB v snahe o stabilizáciu cien. V súvislosti so vstupom SR do eurozóny nadobúda problém na aktuálnosti aj u nás.

Príspevok prináša argumenty pre i proti existujúcej stratégii ECB a pokúša sa o jej celkové zhodnotenie.

1 Stručný vývoj stratégií menovej politiky z hľadiska významu regulácie množstva peňazí pri stabilizácii ekonomiky

Stratégie menovej politiky centrálnych bánk prešli určitým vývojom.¹ V novšej histórii sa v 70. rokoch minulého storočia dostal k slovu monetarizmus M. Friedmana. Podmienky na presadenie sa tohto postupu vznikli vtedy, keď sa ukázalo, že rozhodovanie medzi infláciou a nezamestnanosťou, ktoré bolo podstatou keynesovského prístupu², zrejme nebolo v daných súvislostiach správnym základom hospodárskej politiky. Na túto skutočnosť poukazovali rastúce ceny pri stagnujúcom hospodárskom raste. Nemecká spolková banka (Deutsche Bundesbank – DBB) ako prvá spomedzi centrálnych bánk začala preto v rámci novej stratégie monetárneho cielenia (monetary targeting) regulovať množstvo peňazí v obehu v zmysle pragmatickej modifikácie Friedmanovej teórie. Tento prístup sa ukázal vo vtedajších podmienkach ako efektívny a začali ho využívať aj ďalšie centrálné banky. Nové finančné produkty vznikajúce v procese finančných inovácií však viedli k erózii obsahu využívaných peňažných agregátov, čím sa riadenie ich vývoja, a tým aj vývoja množstva peňazí v obehu stalo problematickým.

V tejto situácii v 90. rokoch čoraz viac centrálnych bánk začalo využívať namiesto medzicieleňa v podobe menového agregátu priame inflačné cielenie (inflation targeting). V tejto stratégii sa podnetom na menové opatrenia stáva rozdiel medzi očakávaným (prognózovaným) cenovým vývojom a vývojom cieleným centrálnou bankou. V dôsledku toho, hoci monetaristická téza o peňažnom základe inflácie sa vo všeobecnosti rešpektuje [14], [21], monetárne cielenie je v súčasnosti v praxi centrálnych bánk skôr výnimkou.

Pri vzniku Európskej centrálnej banky (ECB) bola snaha zvoliť takú stratégiu, ktorá by vyhovovala podmienkam celej tvoriacej sa eurozóny. Zvolená stratégia založená na tzv. dvojpilierovom systéme bola kompromisom medzi stratégiou monetárneho cielenia uplatňovanou predtým v DBB a v tom čase prevládajúcou stratégiou inflačného cielenia, ktorá vyjadrovala novšie prístupy k presadzovaniu cenového cieľa.

2 Tvorba stratégie menovej politiky ECB

Zavedeniu menovej politiky ECB predchádzala dlhoročná príprava, v rámci ktorej sa tiež formovala stratégia menovej politiky novej centrálnej banky. Na jej formovaní sa podieľali predstavitelia všetkých krajín, ktoré sa mali podieľať na vytvorení menovej únie.

Stratégiu formálne pripravoval Európsky menový inštitút (EMI), ktorý vychádzal z toho, že základným cieľom ESCB je zachovanie cenovej stability. Bolo jasné, že

¹ Podrobnejšie pozri [15], [16].

² Autor si uvedomuje, že ide o zjednodušenú charakteristiku keynesovského prístupu, tu slúži len na odlišenie od monetaristického postoja. Podrobnejšie k problematike pozri napr. [6].

pri sledovaní tohto cieľa treba čeliť klasickým problémom identifikácie transmisného mechanizmu, zahŕňajúceho poznanie ciest pôsobenia jednotlivých operácií centrálnej banky na dosiahnutia konečného cieľa. V dôsledku potrebnej kredibility a konzistencie rozhodovacieho procesu v čase bolo potrebné vytvoriť jasný rámec na používanie jednotlivých nástrojov menovej politiky v záujme dosiahnutia konečného cieľa.

Pri voľbe stratégie sa prihliadalo na normatívne princípy, ktoré je nevyhnutné dodržať, aby stratégia viedla k žiaducemu cieľu. Súčasne sa bral do úvahy charakter ekonomického a finančného prostredia, v ktorom sa stratégia mala realizovať.

Pri posudzovaní voľby konkrétnej vhodnej stratégie sa diskutovalo o piatich možných stratégiách založených na:

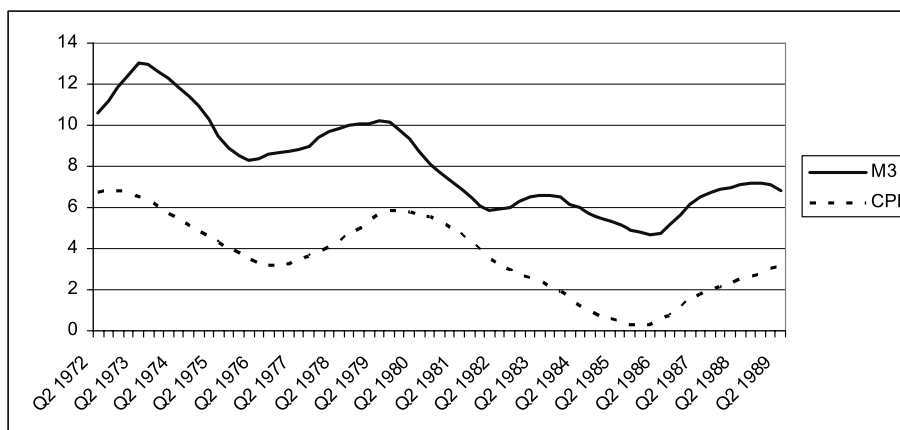
- ciele výmenného kurzu (exchange rate targeting),
- zavesení úrokovej miery (interest rate pegging),
- určovaní cieľa vo forme nominálneho dôchodku (nominal income targeting),
- určovaní cieľa vo forme menového agregátu (monetary targeting),
- určovaní priameho inflačného cieľa (direct inflation targeting).

Berúc do úvahy celkový charakter prostredia budúcej eurozóny v užšom výbere zostali dve stratégie, medzi ktorými sa malo rozhodnúť, a to určovanie cieľa, resp. medzicieľa vo forme menového agregátu (monetárne ciele) a určovanie priameho inflačného cieľa (inflačné ciele).

Z hľadiska Nemecka neexistovala po dvadsiatich rokoch skúseností s reguláciou množstva peňazí žiadna skutočná alternatíva k stratégii s veličinou množstva peňazí, ktorá bola indikátorom, medzicieľom a nominálnou kotvou pre cenový vývoj. Do úvahy sa brala aj skutočnosť, že predpokladom úspešného využívania tejto stratégie je stabilný vzťah medzi vývojom množstva peňazí v ekonomike na jednej strane a infláciou na druhej strane. Analýzy ukázali, že v podmienkach Nemecka tento vzťah v tom čase existoval. Uvedenú skutočnosť veľmi názorne ilustruje graf č. 1.

Graf č. 1

Dlhodobé trendy vývoja peňažnej zásoby a cien v Nemecku



Prameň: [10], vlastné prepočty.

Graf znázorňuje vzťah medzi rastom množstva peňazí a infláciou. Rast množstva peňazí reprezentuje peňažný agregát M3 a uvádza sa v podobe percentnej zmeny oproti predchádzajúcemu roku (je navyše vyrovnaný klzavým priemerom za 10 štvrtrokov). Vývoj cien reprezentuje deflátor domáceho dopytu v podobe percentnej zmeny oproti predchádzajúcemu roku, vyrovnaný priemerom za 10 štvrtrokov a posunutý v čase späť o 10 štvrtrokov.

Z grafu je zrejmé, že v prípade Nemecka sa v skúmanom období rokov 1972–1989 jasne preukázala závislosť medzi vývojom množstva peňazí a infláciou, čo sa manifestuje paralelným vývojom kriviek oboch veličín. To znamená, po náraste peňažnej zásoby v určitom štvrtroku ako pravidlo nasledoval po 10 štvrtrokoch nárast inflácie.³ Vzhľadom na to, že nemecká ekonomika predstavovala základ celej eurozóny, bolo prirodzené, že uvedené vzťahy sa pokladali za relevantné aj pre celú tvoriacu sa eurozónu, čo potvrdila príslušná analýza. Vychádzalo sa tiež z toho, že monetárne ciele uľahčujú interné rozhodnutia, tvoria jasné rámcové podmienky pre tarifných partnerov a verejný rozpočet a zvyšujú transparentiu hospodárskych procesov. Na základe zaniknutia intervenčných povinností v rámci Európy sa predpokladalo zlepšené zahraničné zaistenie stratégie tým, že vývoj výmenného kurzu eura sa ponechá na devízový trh. To znamená, že flexibilnému kurzu sa prenechala úloha tlmenia zahraničných šokov. Predpokladalo sa, že zintenzívnenie hospodárskej súťaže v monetárne integrovanej Európe zvýši efektívnosť trhov a bude podporovať flexibilitu cien.

Na základe analýzy hospodárskeho a monetárneho vývoja v krajinách budúcej eurozóny sa dospelo k záveru, že nič nesvedčí o tom, že by v európskej menovej oblasti boli horšie podmienky na stratégiu regulovania množstva peňazí ako dovtedy v Nemecku. Naopak, uvažovalo sa s tým, že v rámci jednotných európskych podmienok by sa mohol tlak na inovácie finančného systému znížiť, čím by sa zlepšila kontrolovateľnosť peňažných agregátov, zvýšila stabilita dopytu po peniazoch a zosilnil by sa dlhodobý vzájomný vzťah vývoja množstva peňazí a cenového vývoja.

K tomu treba pridať aj mimoriadnu dôveryhodnosť a reputáciu v boji proti inflácii, ktorou disponovala DBB. Uvažovalo sa, že so stratégiou regulovania množstva peňazí by sa mohlo podať preniesť dôveryhodný kapitál, ktorým disponovala DBB, na budúcu Európsku centrálnu banku.

Významnou skutočnosťou pri voľbe koncepcie menovej politiky ECB bolo to, že čisté formy monetárneho a inflačného cielenia je možné jasne navzájom odlíšiť len na teoretickej úrovni ([11], s. 28). Pri praktickej aplikácii v rôznych krajinách sa ukázalo, že existujú možnosti ich integrácie. Navyše, všetky centrálné banky, ktoré uplatňujú niektorý z týchto režimov, súčasne obvykle monitorujú navzájom veľmi

³ V prípade iných krajín, napr. V. Británie, sa táto súvislosť preukázala len na začiatku skúmaného obdobia, čo bolo aj dôvodom na to, že stratégia menovej politiky založená na monetárnom cielení sa v tejto krajine prestala uplatňovať.

podobný široký súbor ekonomických a finančných premenných ako indikátorov stavu hospodárskej a menovej politiky.

Najdôležitejším odlišujúcim prvkom je úloha menových agregátov. Môže sa argumentovať, že silnou stránkou určovania cieľa vo forme menového agregátu je to, že jasne určuje zodpovednosť centrálnej banky za vývoj, ktorý je súčasne ľahko sledovateľný a kontrolovateľný a môže byť z toho dôvodu transparentne prezentovaný verejnosti. Výhodou je aj to, že táto stratégia sa uplatňovala v najdôležitejšej krajine, ktorá sa mala stať súčasťou menovej únie – v Nemecku. Na uplatňovanie tejto stratégie je dôležitá stabilita dopytu po peniazoch, ktorá bola – na základe analýzy prostredníctvom mnohých empirických štúdií, týkajúcich sa krajín menovej únie – vyhovujúca.

Za základný argument proti uplatneniu tohto postupu stratégie sa považovala neistota ohľadom vývoja dopytu po peniazoch. Vychádzalo sa pritom z toho, že podmienky, ktoré boli predmetom analýzy v spomínaných prácach, sú neporovnateľné s tými, ktoré sa vytvoria pri vzniku menovej únie. Hrozilo, že prípadná veľká volatilita menových agregátov by mohla spochybniť hneď na samom začiatku dôveryhodnosť ECB. Argumentovalo sa tiež tým, že DBB mala s koncepciou monetárneho cieľenia od roku 1975, keď bola zavedená, viaceré problémy, napr. [4]:

- z vyhlásených cieľov bolo jasne dodržaných menej ako polovica,
- pri nedodržaní cieľových hodnôt dochádzalo vždy k prekročeniu cieľa.

Chyby teda nemali náhodný charakter, ale vykazovali systematickú odchýlku,

- pri prekročení cieľa sa v určovaní cieľa na ďalší rok vychádzalo zo skutočných hodnôt, hoci sa malo vychádzať z programovanej hodnoty za predchádzajúci rok. To by zodpovedalo princípu, že koncepcia regulovania množstva peňazí nie je orientovaná krátkodobou, ale dlhodobou. Skutočnosť však bola taká, že DBB určovala cieľový koridor na nasledujúci rok vždy na základe skutočnej hodnoty daného roku, a to aj v prípade, že prekročenie cieľa bolo značné,

- úrokové inštrumentárium sa používalo neprimerane princípom stratégie. Kritizovalo sa, že napr. v rokoch 1993 a 1994 DBB napriek silne rastúcej peňažnej mase sústavne znižovala úroky. Naopak, na veľmi pomalý rast množstva peňazí v roku 1995 reagovala relatívne malou redukciou refinančných sadzieb.

Celkové hodnotenie kritikov vyznelo pre navrhovanú stratégiu monetárneho cieľenia veľmi nepriaznivo a vyslovovali sa obavy z možného deficitu dôveryhodnosti ECB hneď v začiatočnom období jej pôsobenia.

Vzhľadom na uvedené skutočnosti bol nakoniec schválený určitý kompromis – tzv. dvojpilierová stratégia, ktorá doteraz vyvoláva mnohé diskusie a spory. V podstate ide o kombináciu monetárneho a inflačného cieľenia.

Za prvý pilier bol určený tzv. monetárny pilier, keď prominentná úloha pri odhade rizík pre cenovú stabilitu sa pripisovala práve rastu množstva peňazí. Bolo rozhodnuté, že sa bude oznamovať referenčná hodnota širokého peňažného agregátu M3, ktorá bude konzistentná s definovanou cenovou stabilitou. V decembri 1998 bola referenčná hodnota pre ročný rast M3 určená na úrovni 4,5 %. Deklarovalo sa,

že aj keď to neznamená záväzok dosahovať túto hodnotu v krátkodobom horizonte, odchýlky od tejto hodnoty treba považovať za potenciálnu hrozbu pre inflačný cieľ. Vyhlásovanie referenčnej hodnoty M3 a komentovanie jej dodržiavania sa považovalo za dôležité pre komunikáciu s verejnosťou v rámci snahy ECB o transparentnosť a dôveryhodnosť.

Druhý pilier bol definovaný ako široko založená ekonomická analýza výhľadu cenového vývoja (broad based assessment of the outlook of price developments), skúmajúca širokú škálu ekonomických premenných vrátane finančných premenných [5]. V rámci tejto analýzy sa skúmajú podmienky a perspektívy vývoja v oblasti reálnych aktivít a finančných podmienok, ako aj vývoj cien aktív a finančných výnosov, ktoré predstavujú krátkodobé až strednodobé determinanty cenového vývoja.

Súčasne sa zdôraznila strednodobá orientácia menovej politiky ECB. Vychádzalo sa z toho, že menová politika účinkuje vo vzťahu k cenovej hladine s dlhším a premenlivým časovým oneskorením a nie je schopná regulovať cenový vývoj v krátkodobom horizonte. Týmto sa vylúčili potenciálne ambície uplatňovať pri regulovaní inflácie princíp tzv. jemného doladovania (fine-tuning).

Pravidelne zostavované prognózy následne využívali kombináciu výsledkov analýz v oboch pilieroch. Dvojpilierový rámec tak explicitne vyjadruje komplexnosť a neistotu pri výkone menovej politiky a poskytuje rámec na krížovú kontrolu prognóz z oboch pilierov.

3 Revidovaná stratégia ECB a jej kritika

V decembri 2002, teda po štyroch rokoch výkonu menovej politiky v eurozóne, oznámila Riadiaca rada ECB svoje rozhodnutie o podrobnom vyhodnotení fungovania stratégie. Podnetom na revíziu stratégie bola okrem oficiálne vyhlásenej potreby vyhodnotiť praktické výsledky stratégie aj kritika viacerých aspektov stratégie, ako aj nízky hospodársky rast v eurozóne. Do úvahy sa zobrali názory účastníkov trhu, akademických kruhov, ako aj ekonomickej tlače. Dňa 8. mája 2003 bolo hodnotenie publikované. V rámci neho boli preskúmané aj jej hlavné technické zložky a výsledky sa prezentovali v sérii výskumných štúdií [22].

Celkovým výsledkom revízie stratégie bolo potvrdenie jej hlavných súčastí, súčasne však došlo k jej niektorým úpravám. Revidovaná stratégia obsahuje najmä dve dôležité zmeny. Prvou bola zmenená definícia cenovej stability,⁴ z hľadiska predmetu skúmania tejto štúdie je však dôležitá druhá zmena, ktorá znamenala modifikáciu prominentného postavenia peňazí pri definovaní rizík pre cenovú stabilitu.

⁴ Definícia sa spresnila v tom zmysle, že cieľom je inflácia pod 2 %, ale blízko tejto hodnoty v strednodobom horizonte. Oficiálne nebola hodnota „blízka dvom percentám“ presne kvantitatívne určená, neoficiálne sa hovorí o inflácii na úrovni 1,7–1,9 %, ktorá by mohla byť kompatibilná s uvedenou formuláciou použitou v definícii. Táto nejednoznačnosť je tiež predmetom kritiky.

V revidovanej stratégii došlo k zmene v poradí prezentovania pôvodných dvoch pilierov stratégie. Rozhodlo sa, že úvodné vyhlásenie prezidenta ECB na tlačovej konferencii, ktorá nasleduje vždy po zasadnutí riadiacej rady, kde sa rozhoduje o úrokových sadzbách, bude, na rozdiel od minulosti, začínať hodnotením krátkodobých a strednodobých rizík pre cenovú stabilitu, vyplývajúcich z ekonomickej analýzy. Až potom nasleduje hodnotenie dlhodobých rizík vyplývajúcich z vývoja M3 a ďalších monetárnych indikátorov na základe monetárnej analýzy. Súčasne sa rozhodlo, že sa prestane posudzovať referenčná hodnota M3.

Revízia tak prakticky znížila význam tzv. monetárneho piliera v stratégii menovej politiky ECB.⁵ V súčasnosti sa zdôrazňuje význam monetárnej analýzy ako prostriedku, ktorý z dlhohodobej perspektívy slúži na kontrolu záverov ekonomickej analýzy. V tomto zmysle má ekonomická analýza krátkodobé až strednodobé a monetárna analýza dlhodobé zameranie.

Revíziu sa stala menová stratégia ECB transparentnejšou, napriek tomu jej kritika neustáva. Kritici jej ďalej napr. vyčítajú, že [4], [20]:

- pilier ekonomickej analýzy je definovaný vágne a ťažko presvedčí verejnosť. Dokazuje sa, že široká škála informácií o mzdách, cenách komodít a výmenných kurzoch, cenách aktív, mier bohatstva, vonkajšieho dopytu, fiškálnej politiky, podmienkach domáceho financovania a nákladov situáciu nevyjasňuje, ale skôr znehľadňuje,

- kritizuje sa neochota ECB prijať priamo stratégiu inflačného cielenia, založenú na prognóze inflácie,

- stratégii chýba externý (zahraničný) rozmer.

Kritizujú sa aj ďalšie aspekty stratégie, napr. chápanie monetárnej analýzy ako skúšky správnosti ekonomickej analýzy, ako aj konkrétna podoba formulácie inflačného cieľa ECB. Z hľadiska krajín snažiacich sa o plnenie maastrichtského inflačného kritéria sa môže za problematickú považovať skutočnosť, že inflačný cieľ je na úrovni tesne pod 2 % medziročnej inflácie, zatiaľ čo inflácia v troch referenčných krajinách s jej najnižšou hodnotou (používaná na výpočet referenčnej hodnoty inflácie) môže byť podstatne nižšia, čo nie je konzistentné s inflačným cieľom ECB. To môže ohroziť plnenie maastrichtského inflačného kritéria v kandidátskych krajinách pred vstupom do menovej úrovne.

Dôležitá je aj výhrada, že podklady, ktoré dostáva Riadiaca rada ECB, obsahujú rozdielne návrhy od spracovateľov ekonomickej, resp. monetárnej analýzy, a nie ich spoločný návrh, ktorý by mal byť syntézou uvedených analýz. To spôsobuje, že musí rozhodnúť tento riadiaci orgán v situácii, keď vlastne neexistuje jeden konzistentný názor v ECB. V podstate tak aj v ECB akoby existovali dve skupiny názorov na monetárnu stratégiu.

⁵ Napriek tomu predstavitelia ECB stále hovoria o prominentnej úlohe peňazí v menovej politike ECB. Pozri napr. úvodný prejav viceprezidenta ECB J. Starka na 4. konferencii ECB o centrálnom bankovníctve vo Frankfurt nad Mohanom 9. novembra 2006 [21].

Konečne, kritizuje sa tiež komunikácia banky s verejnosťou a nekonzistentnosť deklarácií o význame monetárneho piliera na jednej strane a na druhej strane realizované opatrenie menovej politiky. Analýza ukázala, že napr. v rokoch 1999–2004 mali vyhlásenia prezidenta ECB o monetárnom vývoji len malý význam pre praktické rozhodnutia o úrokových sadzbách ([2], s. 14). To podľa kritikov podkopáva dôveryhodnosť ECB.

Celkovo sa takisto konštatuje, že aj po revízii stratégia ECB trpí nedostatkom transparentnosti a kredibility, pričom predmetom kritiky je najmä monetárny pilier. Kritika pochádza hlavne z akademickej obce, avšak aj od odborníkov z centrálnych bánk, a to nielen z USA⁶, ale aj z Európy. Povšimnutiahodné je, že kriticky sa k stratégii ECB vyslovujú aj niektorí bývalí predstavitelia ECB. Príkladom je Ch. Noyer, bývalý viceprezident ECB a súčasný guvernér Banque de France, ktorý spochybnil spoľahlivosť monetárnych indikátorov.

4 Rámcová analýza podmienok na monetárne celenie v eurozóne

Mohol by vzniknúť dojem, že podstatou diskusie o úlohe monetárnej analýzy v menovej stratégii, ktorá je predovšetkým predmetom kritiky, sú klasické rozpory medzi monetaristami a keynesovcami. Ukazuje sa však, že to tak nie je [17]. Diskusia nie je o tom, či peniaze ovplyvňujú infláciu, ale či existuje možnosť tieto vzťahy spoľahlivo identifikovať a využívať. V tomto smere viacerí ekonómovia, ktorí nespochybňujú význam peňazí, majú pochybnosti o možnostiach využívania monetárnej analýzy v praxi ECB. Spomenúť možno napr. M. Kinga, guvernéra Bank of England, alebo M. Woodforda z Kolumbijskej univerzity v USA. Pozíciu prvého [14] charakterizuje dostatočne názov jeho práce (Bez peňazí nie je inflácia...), druhý ([24], s. 3) tiež nespochybňuje všeobecne známu Friedmanovu tézu o inflácii („inflation is always and everywhere a monetary phenomenon“), a navyše konštatuje, že v súčasnosti využívané tzv. neoknesovské modely, ktoré neobsahujú monetárne premenné, sú napriek tomu konzistentné s tézou, že inflácia je monetárnym fenoménom, a takisto s tézou o neutralite peňazí. Z toho však odvodil, že monetárny pilier je v stratégii ECB nadbytočný ([24], s. 43).

Podstatnou okolnosťou pri hodnotení správnosti, resp. vhodnosti využívania monetárnej analýzy na posudzovanie vývoja cien je teda odpoveď na otázku, či sú splnené podmienky na využívanie monetárneho celenia pri výkone menovej politiky.

Základom monetárneho celenia je pragmatické využívanie kvantitatívnej rovnice peňazí. Klasická kvantitatívna teória peňazí, ktorej produktom je táto rovnica, sa dodnes často pokladá za „zdravé jadro“ ekonomickej vedy [11]. Doteraz neutíchajúci záujem ekonómov o kvantitatívnu teóriu má viaceré dôvody:

- jednoduchým spôsobom vysvetľuje podstatu vzťahov relevantných premenných,
- je veľmi flexibilná bez toho, aby sa zmenila jej podstata,

⁶ Medzi prominentných kritikov stratégie menovej politiky ECB patrí napr. aj predseda Fed-u Bernanke.

– je empiricky overiteľná.⁷

Podľa kvantitatívnej rovnice sa produkt vyjadrený množstvom peňazí (M) a rýchlosťou obehu peňazí (V) rovná reálnemu domácemu produktu (Y) pri určitej cenovej úrovni (P):

$$M \cdot V \equiv P \cdot Y$$

Táto definičná rovnica je platná za týchto predpokladov:

- reálny produkt je nezávislý od množstva peňazí,⁸
- rýchlosť obehu peňazí je:
 - konštantná (podľa klasikov),
 - variabilná, ale predvídateľná (podľa Friedmana).

Za týchto podmienok vedie zmena miery rastu množstva peňazí k rovnako veľkej zmene miery inflácie, zatiaľ čo rast reálneho produktu zostáva nezmenený. Je nepochybné, že tento proces má dlhodobý charakter a v určitých sektoroch hospodárstva sa môžu ceny vplyvom špecifických faktorov tlačiť smerom hore. Tento cenový nárast sa však na inom mieste kompenzuje cenovým poklesom, pokiaľ sa prostredníctvom rastu množstva peňazí nepodporuje.

Teoretický vzťah medzi množstvom peňazí a cenami definovaný kvantitatívnou teóriou peňazí bol v priebehu posledných zhruba 40–50 rokov predmetom rôznych empirických štúdií pre rôzne krajiny a rôzne historické obdobia.

V období uvádzania monetárneho cieľenia do praxe, ale aj neskôr sa zdalo, že empirické dôkazy potvrdili kvantitatívnu teóriu ako hypotézu o dlhodobých vzťahoch veľmi pôsobivým spôsobom: „...dlhodobá inflácia ... na základe skúseností množstva krajín pre podstatnú časť povojnového obdobia sa dá chápať v pojmoch výlučne klasických, monetárnych síl...“. V Nemecku rástol peňažný agregát M3, korigovaný o zmeny produkčného potenciálu a trendov rýchlosti obehu, medzi rokmi 1970 a 1979 priemerne o 5,8 % za rok. Tomu zodpovedala priemerná miera inflácie (meraná ako deflátor vnútorných cien) vo výške 5,5 %. Za prispenia politiky orientovanej na množstvo peňazí sa v celkove priaznivom hospodárskom prostredí podarilo redukovať mieru rastu množstva peňazí na 3,1 %. V rovnakom období sa zhruba o polovicu (na 2,8 %) znížila aj miera inflácie. Tým poklesu peňažnej zásoby zodpovedal – čo korešponduje s predpokladmi kvantitatívnej teórie – stabilizačný efekt rovnakej veľkosti ([11], s. 16).

Empirické výskumy však už vtedy zreteľne ukázali, že význam množstva peňazí pre vývoj cien nemožno správne posúdiť z krátkodobého hľadiska. Vývoj vnútorných cien je krátkodobo ovplyvňovaný prostredníctvom spleti komplikovaných vzťahov nepriamymi daňami, mzdami, kapitálovými nákladmi, cenami importu a výmennými kurzmi, čo môže dlhodobý vzťah medzi množstvom peňazí a cenami prekryť. Pokla-

⁷ Na druhej strane je kvantitatívna teória peňazí predmetom kritiky najmä zo strany postkeynesovcov.

⁸ Ide o predpoklad tzv. neutrality peňazí, ktorý vyjadruje skutočnosť, že množstvo peňazí v ekonomike z dlhodobého hľadiska neovplyvňuje ekonomické aktivity.

dalo sa však za dokázané, že dlhodobý vzťah medzi množstvom peňazí a infláciou je zrejmy a nepopierateľný. Túto tézu doteraz v modifikovanej podobe presadzuje ECB.

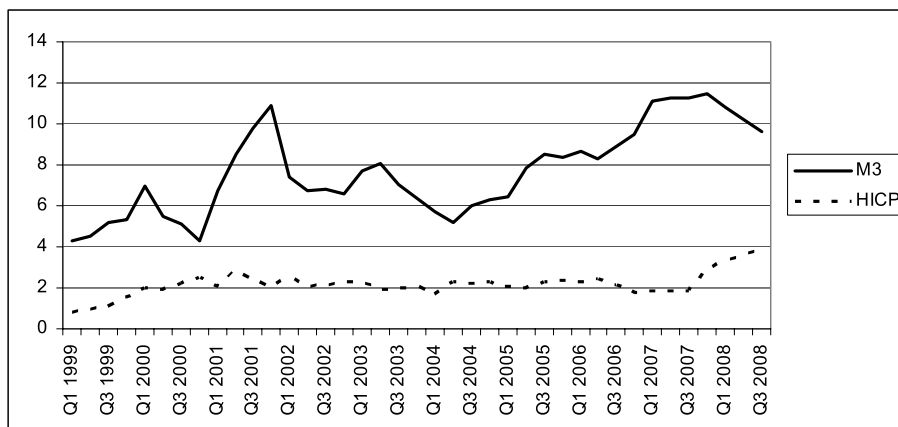
Najlepším dôkazom o relevantnosti tejto teórie je situácia, keď existuje empiricky spoľahlivo identifikovaná závislosť medzi vývojom množstva peňazí a vývojom cien. Preukázanie tejto závislosti nie je jednoduchá úloha, v prvom rade závisí od zvolených veličín, reprezentujúcich vývoj množstva peňazí, resp. inflácie.

V období aplikácie monetárnej stratégie v DBB bol veľmi populárny graf prezentujúci vývoj množstva peňazí (M3), resp. inflácie v podobe časovo posunutých kriviek, ktorých paralelný vývoj názorne a zrozumiteľne dokazoval závislosť oboch veličín. Jeden z variantov ilustrácie tohto vzťahu je graf č. 1 v predchádzajúcom texte. Stratégia založená na tejto závislosti sa tešila dôvere verejnosti, predovšetkým práve preto, že bola zrozumiteľná a v praxi navyše potvrdzovaná nízkou infláciou. To aj napriek tomu, že DBB, ako sme už spomenuli, približne v polovici prípadov minula svoj monetárny cieľ. Podobný graf, založený na údajoch tvoriacej sa eurozóny, sa publikoval aj pri vzniku ECB a jej menovopolitickej stratégie, keď slúžil na ilustráciu toho, že aj v eurozóne platia podobné vzťahy ako v minulosti v nemeckej ekonomike. Uvedené vzťahy bolo možné daným spôsobom prezentovať vďaka tomu, že existoval stabilný dopyt po peniazoch definovaných v podobe príslušného agregátu.

V súčasnosti je však situácia komplikovanejšia. Finančné inovácie, ktoré predstavujú alternatívne možnosti umiestnenia voľných peňažných prostriedkov, narušili stabilitu tradičných peňažných agregátov, a tým skomplikovali ich využitie v menovej politike. Základný obraz o vývoji vzťahu peňažného agregátu M3 a inflácie (HICP) v eurozóne poskytuje graf č. 2. Znázorňuje vývoj oboch veličín v doterajšom období fungovania eurozóny (roky 1999 až 2008).⁹

Graf č. 2

Medziročná miera rastu M3 a inflácie v eurozóne



Prameň: [10], vlastné prepočty.

⁹ Časové rady kvartálnych údajov oboch premenných boli upravené 10-kvartálnym kĺzavým priemerom.

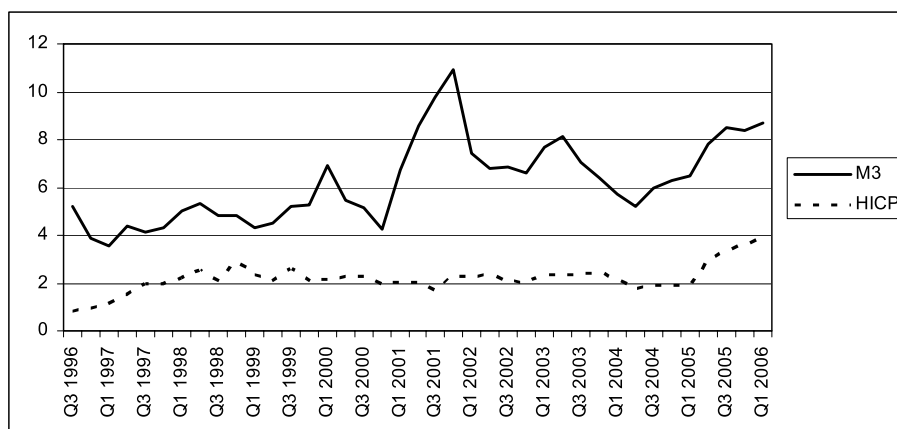
Z grafu je predovšetkým zrejmé, že rast M3 prakticky v celom skúmanom období značne presahoval referenčnú hodnotu 4,5. Táto skutočnosť pritom nebola reflektovaná v rozhodnutiach ECB, týkajúcich sa zmien úrokových sadzieb. Graf na prvý pohľad poukazuje na skutočnosť, že medzi vývojom množstva peňazí a inflácie zrejme neexistuje žiadna závislosť. Zatiaľ čo inflácia je v celom skúmanom období (s výnimkou začiatku a konca obdobia) v zásade konštantná, vývoj M3 je charakterizovaný pomerne dramatickými zmenami. Z toho by vyplývalo, že na vývoj M3 a inflácie zrejme vplývajú iné faktory ako vývoj množstva peňazí v ekonomike.

Zobrazenie vývoja množstva peňazí (M3) a inflácie (HICP), znázornené na grafe č. 2, pravidelne prezentované v rôznych variantoch aj v publikáciách ECB,¹⁰ využívajú niektorí kritici ako dôkaz toho, že stratégia ECB nemá oporu v realite. Celkovo podľa nich ukázaný vývoj naznačuje, že pohyb M3 prakticky počas celého obdobia dával falošné signály o možnom inflačnom nebezpečenstve v budúcnosti. P. De Grauwe [7] z toho vyvodil záver, že keď táto premenná sústavne poskytuje chybné informácie,¹¹ nemala by sa používať vo význame signálu inflačného nebezpečenstva.

Treba však podotknúť, že vzťah medzi peňažnou zásobou a infláciou nie je taký triviálny, ako ho znázorňuje graf č. 2. Pohyb peňažnej zásoby a zodpovedajúci vývoj inflácie neprebiehajú totiž súčasne, ale s určitým časovým posunom. Navyše sa zdôrazňuje, že tento časový posun sa môže v priebehu času meniť, takže vzťah medzi spomenutými veličinami treba chápať ako zhodu v dlhodobej tendencii ich vývoja.

Graf č. 3

Medziročná miera rastu M3 a inflácie v eurozóne¹²
(HICP posunutý späť o 10 štvrtrokov)



Prameň: [10], vlastné prepočty.

¹⁰ Najmä v pravidelne vydávanej publikácii Monetary bulletin ECB.

¹¹ To znamená, keď nadmerný rast M3 v skutočnosti nespôsobuje vyššiu infláciu.

¹² Graf bol zostavený rovnakým postupom ako graf č. 1.

Preskúmame, ako zodpovedá vývoj M3 a HICP v eurozóne za predpokladu časového posunu 10 kvartálov, čo znamená, že opatrenie centrálnej banky zamerané na zvýšenie/zníženie množstva peňazí v ekonomike sa prejaví vo zvýšení/znížení inflácie s časovým odstupom 10 kvartálov.

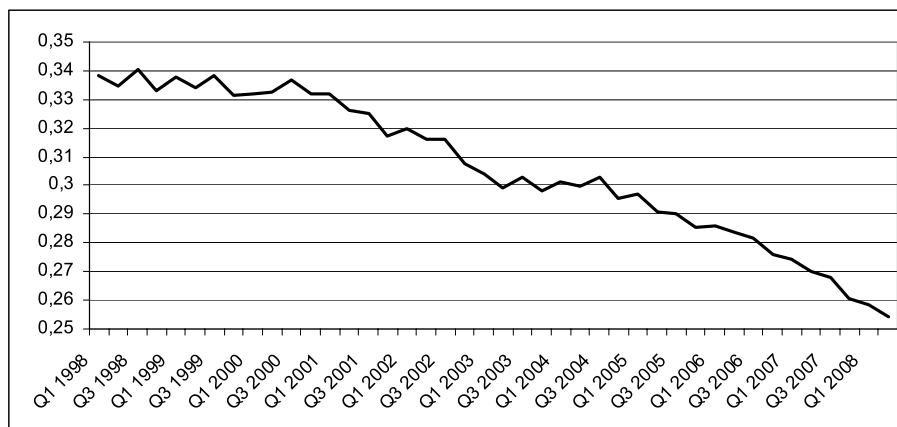
Z grafu č. 3 je zrejme, že predpokladaná závislosť medzi M3 a HICP zrejme v krajinách budúcej eurozóny existovala pred jej vytvorením, keď prakticky do konca roka 1999 sa obidve veličiny vyvíjali paralelne, opäť sa obnovila roku 2004 a odvtedy existuje doteraz.¹³ V rokoch 2000–2003 tento vzťah evidentne nebol pre menovú politiku relevantný, čo možno interpretovať rôznym spôsobom. Jednou z možností je vysvetlenie založené na predpoklade, že eurozóna ako celok začala fungovať v novej kvalite, teda nie ako súhrn jednotlivých krajín, čo sa prejavilo aj na novej podobe transmisného mechanizmu menovej politiky. Ďalšou možnosťou je vysvetlenie odvíjajúce sa od prudko sa rozvíjajúcich finančných inovácií v tomto období, čo mohlo dočasne narušiť stabilitu peňažného agregátu M3. V každom prípade však možno konštatovať, že od roku 2004 sa zrejme vzťah vývoja M3 a HICP znovu stabilizoval.

Ukázaný nesúlad medzi vývojom množstva peňazí a infláciou v eurozóne v rokoch 2001–2003 môže byť z iného pohľadu aj prejavom nestability dopytu po peniazoch. Odhad vývoja dopytu po peniazoch je možné aproximovať odhadom vývoja rýchlosti obehu peňazí, ktorá je recipročným vyjadrením dopytu po peniazoch. Inak povedané, stabilná rýchlosť obehu peňazí vyjadruje skutočnosť, že dopyt po peniazoch je stabilný; ak rýchlosť obehu peňazí klesá, dopyt po peniazoch rastie, ak rýchlosť obehu rastie, dopyt po peniazoch klesá.

Stabilita dopytu po peniazoch bola pôvodne v kvantitatívnej rovnici vyjadrená predpokladom o konštantnej rýchlosti obehu peňazí. Neskôr bol tento prísny predpoklad uvoľnený s tým, že postačuje, ak je možné vývoj rýchlosti obehu peňazí prognózovať. Vývoj rýchlosti obehu peňazí v 15 krajinách eurozóny v rokoch 1998–2008 ilustruje graf č. 4. Graf indikuje, že v priebehu skúmaného obdobia existuje jasná celková tendencia rastu dopytu po peniazoch. Je však zrejme, že pre operatívne potreby menovej politiky je klasické využitie tohto vzťahu – v rámci aplikácie kvantitatívnej rovnice peňazí – problematické. Do 4. kvartálu 2000 bola rýchlosť obehu M3 približne konštantná. Ak by sa tento vzťah aplikoval pri výkone menovej politiky v nasledujúcom období – až do 3. kvartálu 2003 – ECB by spôsobovala nedostatok peňazí v obehu, čo by mohlo poškodiť reálnu ekonomiku. Od 3. kvartálu 2003 do 4. kvartálu 2004 bola rýchlosť obehu peňazí znovu konštantná.

¹³ Graf síce formálne znázorňuje vývoj do 1. kvartálu 2006, avšak vzhľadom na uplatnený predpoklad o 10-kvartálnom časovom posune medzi M3 a HICP, koncový údaj krivky HICP vyjadruje informáciu o inflácii v 3. kvartáli 2008 (inflácia bola posunutá o 10 kvartálov naspäť).

Graf č. 4

Vývoj rýchlosti obehu peňazí (M3) v eurozóne¹⁴

Prameň: [10], vlastné prepočty.

V prípade, že by ECB v tomto období aplikovala v operatívnom výkone svojej menovej politiky poznatok o poklese rýchlosti obehu peňazí v predchádzajúcom období, viedlo by to, opačne, k nadbytku peňazí v obehu a k inflačným tlakom v ekonomike. Analogicky, ak by došlo k aplikácii poznatku o stabilite dopytu po peniazoch v období 3. kvartál 2003 – 4. kvartál 2004 vo výkone menovej politiky ECB v ďalšom období, znovu by bola poškodená reálna ekonomika zbytočnou menovou reštrikciou.

Z uvedeného je zrejmé, že krátkodobá predvídateľnosť vývoja rýchlosti obehu peňazí, a tým aj dopytu po peniazoch v eurozóne je problematická, a preto by menová politika, opierajúca sa výlučne o postup založený na monetárnom celení, spôsobovala nepriaznivé efekty v reálnej ekonomike.

V DDB a ECB, ale aj v iných inštitúciách¹⁵ sa vypracovalo viacero výskumných štúdií [1], [3], [8], [9], [19] a ďalšie, ktorých cieľom bolo osvetliť kritizované, resp. problematické aspekty stratégie podrobnou ekonometrickou analýzou zameranou na odhady funkcií dopytu po peniazoch. Štúdie sú založené na postupoch, ktoré využívajú alternatívne premenné, najmä očistené menové agregáty a alternatívne formy merania inflácie. V prvom prípade je snaha odstrániť z vývoja agregátov zložky, ktoré súvisia s finančnými inováciami, v druhom prípade nájsť takú formu cenového indexu, ktorý by lepšie ako HICP, resp. CPI vyjadroval vplyv pohybu množstva peňazí v ekonomike na infláciu. V tomto smere sa dosiahli viaceré pozitívne výsledky.

¹⁴ Hodnoty v grafe zodpovedajú veličine $V = P.Y/M$ z kvantitatívnej rovnice peňazí, keď P.Y predstavuje nominálny HDP a M peňažný agregát M3.

¹⁵ Napr. v Medzinárodnom menovom fonde.

Celkovo možno konštatovať, že aj keď pri revízii v roku 2003 došlo k určitému oslabeniu pozície tzv. monetárneho piliera v rámci stratégie ECB, neexistujú žiadne známky toho, že by jeho zástancovia pripustili odstránenie tohto prvku.¹⁶ Naopak, nové výskumné štúdie prehlbujú teoretické i praktické aspekty využívania monetárnych premenných na regulovanie cenového vývoja. Za kľúčový argument sa považuje skutočnosť, že s pomocou tejto stratégie sa ECB darí plniť svoje poslanie udržiavať infláciu na nízkej cieľovej úrovni.

Záver

Menová politika sa označuje skôr za umenie ako vedu. Ak je táto charakteristika pravdivá, znamenalo by to, že definitívna odpoveď na otázku optimálnej podoby menovopolitickej stratégie neexistuje. Doterajší vývoj ukazuje, že založenie stratégie na jednom, relatívne „čistom“ prístupe nie je perspektívne. V povojnovom období nevydržala skúšku časom ani keynesovská, ani monetaristická koncepcia a ukazuje sa, že ani v súčasnosti najpopulárnejšia stratégia, založená na inflačnom celení, nie je bez problémov.

Európska centrálna banka je v súčasnosti jedinou veľkou centrálnou bankou, ktorá ešte uplatňuje prvky monetárneho celenia, a to v rámci svojej dvojpilierovej stratégie. Spája krátkodobý aj dlhodobý pohľad na vývoj ekonomiky a nie je limitovaná úzkymi teoretickými, resp. ideologickými prvkami. Samozrejme, nemožno ju pokladať za nemennú, musí pružne reagovať na neustále sa meniace podmienky vo svete financií, najmä na rýchle pokračujúci proces finančných inovácií.

Je zrejmé, že využívanie monetárnej analýzy v menovej politike ECB nie je bezproblémové. Ako sme ukázali v rámcovej analýze, nie sú splnené niektoré podmienky na jej plnohodnotnú aplikáciu pri riešení stabilizačných problémov v eurozóne. Existujú napr. problémy pri preukazovaní úzkeho vzťahu medzi vývojom peňažnej zásoby a inflácie a rovnako nie sú bez problémov ani pokusy o odhad funkcie dopytu po peniazoch.

Treba však zdôrazniť, že s analogickými problémami sa stretáva aj ekonomická analýza, ktorá reprezentuje v stratégii menovej politiky ECB koncepciu inflačného celenia. Tá je kriticky závislá od spoľahlivosti identifikácie transmisného mechanizmu menovej politiky pomocou sústavy viac či menej komplikovaných modelov. Parametre týchto modelov často nie je možné získať z ekonometrických odhadov s využitím reálnych údajov za eurozónu. Namiesto toho sa využívajú postupy uplatňujúce tzv. kalibráciu, čo je nahradzovanie parametrov z empirickej analýzy

¹⁶ Vzhľadom na to, že monetárny pilier je do značnej miery dedičstvom DBB, najsilnejšia obrana tejto koncepcie pochádza z Nemecka a špeciálne zo samotnej DBB, a samozrejme, z ECB. Samotný prezident DBB A. Webber vystupuje ako presvedčený zástanca monetárnej analýzy. To isté možno povedať o O. Issingovi a jeho nástupcovi v ECB na mieste hlavného ekonóma J. Starkovi.

parametrami, ktoré spĺňajú určité teoretické predpoklady, ale nie je možné potvrdiť ich empiricky.

V dôsledku toho možno stratégiu ECB založenú na dvojpilierovom kombinovanom prístupe považovať prinajmenšom za prijateľný kompromis, v rámci ktorého sa obidva postupy vhodne dopĺňajú, keď ekonomická analýza identifikuje a pomáha korigovať krátkodobé až strednodobé riziká inflácie, zatiaľ čo monetárna analýza sa zameriava na tieto riziká z dlhodobejšieho hľadiska. Pri optimistickejšom hodnotení celej koncepcie možno dokonca hovoriť o určitej novej kvalite, ktorá vznikla touto kombináciou a ktorú nie je možné dosiahnuť individuálnym použitím koncepcie monetárneho, resp. inflačného cielenia.

V neustále sa meniacom svete ekonomiky a financií a s tým spojených neistôt je pre menovú politiku pravdepodobne najdôležitejšou otázkou kredibilita centrálnej banky. Doterajší vývoj ukázal, že ECB sa svojou konzervatívnou menovou politikou zameranou prednostne na potláčanie inflácie lepšie zhostila svojej stabilizačnej úlohy ako Federálny rezervný systém v USA, ktorý prostredníctvom poskytovania nadmernej likvidity ekonomike pomocou nízkych úrokových sadzieb prispel k vypuknutiu svetovej hospodárskej krízy.

Literatúra

- [1] AVOUYI-DOVI, S. – BRUN, M. – DREYFUS, A. – DRUMETZ, F. – OUNG, V. – SAHUC, J. G.: La fonction de demande de monnaie pour la zone euro: Un réexamen. In: *Bulletin de la Banque de France*, No. 142, Octobre 2005.
- [2] BERGER, H. – HAAN, J. – STURM, J. E.: Does money matter in the ECB strategy? New evidence based on ECB communication, CESIFO. In: *Working Paper*, No. 1652, Munich January 2006, ISBN 3-938369-27-2.
- [3] BERGER, H. – HARJES, T. – STAVREV, E.: The ECB's Monetary Analysis Revisited. In: *IMF Working Paper*, 08/171, IMF European Department, Washington, July 2008.
- [4] BOFINGER, P.: Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion. In: *Wirtschaftsdienst*, Vol. 75, No. 12, December 1995, s. 679–687.
- [5] EUROPEAN CENTRAL BANK: The Predictability of the ECB's Monetary Policy. In: *ECB Monthly Bulletin*, Frankfurt am Main, January 2006.
- [6] GONDA, V.: *Monetárna teória: J. M. Keynes versus M. Friedman*. Bratislava: Elita, 1995. 116 s., ISBN 80-8044-003-4.
- [7] DE GRAUWE, P.: *A picture is worth a thousand words*. K. U., Leuven, <http://www.euointelligence.com/Article.599+M5ab1f27b351.0.html>, 05.06.2007.
- [8] GREIBER, C. – SETZER, R.: Money and housing – evidence for the euro-area and the US. In: *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, Series 1: Economic Studies, No. 12/2007.
- [9] HOFFMANN, B.: Do monetary indicators (still) predict euro area inflation? In: *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, Series 1: Economic Studies, No. 18/2006.
- [10] INTERNATIONAL FINANCE STATISTICS. IMF Washington, December 2008, <http://www.imf.org>.
- [11] ISSING, O.: Die Geldmengenstrategie der Deutschen Bundesbank. In: SIEBKE, J. – THIEME, J. (eds.): *Zwanzig Jahre Geldmengensteuerung in Deutschland*. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 1995, s. 9–34.
- [12] ISSING, O.: Monetary Targeting in Germany: The stability of monetary policy and of the monetary system. In: *Journal of Monetary Economics*, Vol. 39, No. 1, June 1997, s. 67–79.

- [13] ISSING, O.: The ECB's monetary policy strategy: why did we choose a two-pillar approach?, address given at the 4th ECB central banking conference, 9–10 November 2006 in Frankfurt a. Main, www.ecb.int/events/pdf/conferences/cbc4/Issing.pdf.
- [14] KING, M.: No money, no inflation – the role of money in the economy. Bank of England. In: *Quarterly Bulletin*, Summer 2002, s. 162–177.
- [15] NEMEC, M.: *Stratégia menovej politiky*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2008, 76 s., ISBN 978-80-225-2534-3.
- [16] MISHKIN, F. S.: International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. In: *NBER Working Paper 7044*, March 1999.
- [17] MUNCHAU, W.: The comeback of money in Monetary Policy, 14. 11. 2006, <http://www.eurointelligence.com/article.581+M51abcbaad4.0.html?type=98>.
- [18] SCHAAF, J.: Notenbanken suchen Stein der Weisen, Strategien der Zentralbanken auf dem Prüfstand – Geldmengenkonzepte vor der Rückkehr? In: *Borsen-Zeitung. Zeitung für die Finanzmärkte*, No. 72, 12. 4. 2006.
- [19] SCHARNAGL, M. – SCHUMACHER, C.: Reconsidering the role of monetary indicators for euro area inflation from a Bayesian perspective using group inclusion probabilities. In: *Deutsche Bundesbank Discussion Paper; Series 1: Economic Studies*, No. 09/2007.
- [20] SIBERT, A.: The New Monetary Policy Strategy of the ECB, Birkbeck College, London and CEPR, http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ/pdf/emu/speeches/20030612/q2_sibert.pdf.
- [21] STARK, J.: The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century, Introductory remarks. In: BEYER, A. – REICHLIN, L. (editors): *The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century. Fourth ECB Central Banking Conference*. Frankfurt am Main, 9 November 2006, ISBN 978-92-899-0208-3, s. 16–28.
- [22] WEBER, A.: *Perspektiven der europäischen Geldpolitik*. Rede bei der Nordrhein-Westfälischen Akademie der Wissenschaften, Dusseldorf, 16. Mai 2007, http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2007/20070516.rede_weber.pdf.
- [23] WEBER, A.: The independence of the central bank and inflation – the Bundesbank example. Speech held at the Narodowy Bank Polski, in Warsaw, on October 26, 2006, http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2006/20061025_weber.pdf.
- [24] WOODFORD, M.: How important is money in the conduct of monetary policy, paper presented at the 4th ECB central banking conference, Frankfurt a. Main, 9–10 November 2006, <http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/cbc4/Woodford.pdf>.