

SPORY O MONETÁRNU STRATÉGIU ECB¹

JAN IŠA

Abstrakt

Základný cieľ jednotnej menovej politiky ECB, jeho definícia a spresňovanie. Primárny cieľ a sekundárne ciele jednotnej menovej politiky. Základné nástroje menovej politiky ECB – refinančné sadzby a trhové očakávania. Vzťah medzi krátkodobými a dlhodobými sadzbami. Pôvodná monetárna stratégia, rozhodujúca úloha prvého monetárneho piliera. Nejasnosť a malá transparentnosť stratégie ECB. Nespolahlivosť menových agregátov ako indikátorov budúcej inflácie.

Prehodnotenie monetárnej stratégie ECB v máji 2003. Nová úloha dvoch pilierov, vedúca úloha prvého piliera označeného ako ekonomická analýza. Monetárne agregáty iba ako nástroj krížovej kontroly. Náklady jednotnej menovej politiky ECB. Faktory ovplyvňujúce jednotnú menovú politiku – zásada „one size fits all“ a nemožnosť jej realizácie. Príčiny inflačných diferenciálov. Nominálna a reálna úroková miera. Homogénnosť, resp. heterogénnosť ekonomických preferencií. Nesúlad medzi jednotnou menovou politikou a záujmami členských krajín – špecifický stres krajiny.

Abstract

The primary objective of ECB single monetary policy, its definition and correction. The relationship between primary and secondary objectives of single monetary policy. Two key instruments of monetary policy – refinancing rates and market expectations. Central banks act indirectly on the economy. They affect the long-term interest rates through their influence on future short-term rates and inflation. The initial monetary strategy of the Eurosystem – two pillars, the prominent role of the first – monetary pillar – a particularly controversial element in the ECB strategy. Money growth rules had played an important role during the 1980s but afterwards lower inflation together with changes in banking technology made monetary aggregates unstable and poor predictors of future inflation.

The Eurosystem responded to its critics in May 2003 and changed its monetary strategy. The change involved renaming the two pillars and swapping their order. The new first pillar called economic analysis aims at the short to medium term, the second pillar – monetary analysis, which relies on the usual monetary aggregates, have been demoted from its initial prominent role to that of cross checking the conclusions of the economic analysis.

¹ „Táto práca bola podporovaná Agentúrou na podporu výskumu a vývoja na základe zmluvy č. APVV-51-037405“.

Monetary analysis aims at the medium and longer term. The cost for the euro area countries of having a single monetary policy. Does one size fits all? Lasting inflation differentials – their causes. Nominal and real interest rates. Homogeneity or heterogeneity of policy preferences? The difference between the actual monetary policy of ECB and monetary policy preferred by individual member countries is called country – specific stress.

Kľúčové slová:

Menová politika ECB, nástroje menovej politiky, monetárna stratégia Eurosystemu, náklady jednotnej menovej politiky, homogenita ekonomických preferencií.

Key words:

ECB monetary policy, price stability instruments of monetary policy, monetary strategy of the Eurosystem, cost of single monetary policy, nominal and real interest rate, homogeneity of policy preferences, country – specific stress.

Európsky systém centrálnych bánk (ESCB) sa skladá z novej, osobitne vytvorenej Európskej centrálnej banky (ECB) a národných bánk (NCB) všetkých štátov EÚ. Vzhľadom na to, že všetky členské krajiny EÚ nevstúpili do menovej únie, užíva sa aj pojem Eurosystem, ktorý sa vzťahuje na ECB a národné centrálné banky členov Ekonomickej a menovej únie (EMÚ). ECB, ktorá pri svojom vzniku využila najmä skúsenosti amerického Federálneho rezervného systému (FRS, resp. Fed)² a nemeckej Bundesbanky, má k dispozícii všetky potrebné menovopolitické nástroje na dosiahnutie svojho hlavného cieľa – cenovej stability. V roku 1998 formulovala Banková rada ECB tento cieľ „ako vzostup harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) v euro-menovej oblasti o menej ako 2 % proti predchádzajúcemu roku“. Po zásadnom prehodnotení Banková rada svoj cieľ upresnila v tom zmysle, že jeho definícia sa vzťahuje na strednodobý vzostup cenovej hladiny pod, pritom však blízko 2 %-nej hranice. Podľa tejto definície s cenovou stabilitou nie je zlučiteľná nielen inflácia nad 2 %, ale aj deflácia, ktorá je spojená s nákladmi podobne ako inflácia.³

² Osobitosťou FRS, ktorý vznikol pred 94 rokmi na základe Zákona o Federálnej rezerve a začal svoju činnosť v roku 1914, je, že ho tvorí Výbor guvernérov, Federálny výbor pre voľný trh a 12 regionálnych (oblastných) federálnych rezervných bánk, pričom osobitné postavenie má Federálna rezervná banka v New-Yorku. Centrom Eurosystemu, resp. ESCB je jediná centrálna banka – ECB, ktorej fungovanie je prepojené s NCB.

³ Náklady spojená s defláciou sa niekedy neprávom podceňujú. O nesprávnosti takého prístupu svedčia nielen katastrofálne dôsledky deflácie, ktorá sprevádzala Veľkú depresiu v 30. rokoch minulého storočia, ale aj vývoj japonskej ekonomiky v ostatných desaťročiach.

Niektorí ekonómovia sa nazdávajú, že Banková rada ECB mala spresniť aj obsah pojmu „stredné obdobie“.

Cenová stabilita je primárnym cieľom, ESCB má však okrem toho ešte podporovať (pravda, nie na úkor cenovej stability!) ďalšie ciele hospodárskej politiky v Spoločenstve, tieto „sekundárne“ ciele sa však uvádzajú nejasne (ekonomický a sociálny pokrok, vysoká úroveň zamestnanosti). Cenová stabilita má, prirodzene, prednosť pred týmito „sekundárnymi“ cieľmi, jej definícia však teoreticky ponecháva Eurosystemu určitú voľnosť rozhodovať o svojej monetárnej stratégii. Napriek tomu Eurosystem sa rozhodol jednoznačne zdôrazniť cenovú stabilitu (s určitým zveličením možno povedať „cenová stabilita za každú cenu“) a v praxi neprihliadať na iné aspekty. Táto skutočnosť nie je podľa nášho názoru prednosťou, ale (najmä v porovnaní s pružnejším prístupom Fed-u) skôr nedostatkom Eurosystemu.

Moderná monetárna teória už dávnejšie orientuje menovú politiku centrálnej banky na dva kľúčové nástroje, pomocou ktorých možno zabezpečiť jej primárny cieľ – cenovú stabilitu.⁴ Prvým základným nástrojom je stanovenie tzv. refinančných sadzieb, ktorými ECB môže priamo ovplyvňovať, resp. kontrolovať krátkodobé úrokové sadzby na peňažnom trhu. Na druhej strane dlhodobejšie finančné nástroje môže ponúknuť tak verejný, ako aj súkromný sektor, v dôsledku čoho je pre centrálnu banku (a teda aj pre ECB) takmer nemožné, aby ovládla peňažný trh a kontrolovala úrokovú mieru. Dlhodobejšie úrokové sadzby stelesňujú očakávania budúcej inflácie a budúce menovopolitické opatrenia. Tieto očakávania sú mimo kontroly centrálnej banky, a preto dlhodobé úrokové sadzby nemožno usmerňovať s dostatočným stupňom presnosti. Problém spočíva v tom, že centrálna banka kontrolujú krátkodobé procesy (short maturity), zatiaľ čo ekonomiku ovplyvňujú dlhodobé úrokové sadzby, pretože firmy a domácnosti si požičiavajú predovšetkým na dlhšie obdobia (od 1 do 20 rokov alebo viac).

Vo väčšine krajín využívajú veľmi krátkodobé úrokové sadzby iba banky a iné finančné inštitúcie pri vzájomných vzťahoch, a preto neovplyvňujú domácnosti a firmy.⁵ Ceny účastín a menové kurzy, ktoré sú ďalšími kanálmi, pomocou ktorých menová politika ovplyvňuje ekonomiku, takisto obsahujú očakávania podobné tým, ktoré vplývajú na dlhodobé úrokové sadzby. Tak môžu centrálna banka nepriamo pôsobiť na ekonomiku.

⁴ Pripomíname, že nie tak dávno prevládal v EÚ monetaristický prístup k menovej politike. Je zaujímavé, že Spojené štáty, v ktorých sa najviac rozvinula monetaristická doktrína obsahujúca striktnu formulovanú koncepciu menovej politiky, túto doktrínu už dávnejšie opustili.

⁵ V niektorých krajinách (Portugalsko a Spojené kráľovstvo) sa však dlhodobé úrokové sadzby indexujú podľa krátkodobej úrokovej miery. Ak sa napríklad krátkodobá miera zvyšuje, zvyšuje sa aj dlhodobější sadzba podľa dohodnutého vzorca (contractual form). V takom prípade centrálna banka kontroluje nielen krátkodobé, ale aj dlhodobější úrokové sadzby (Baldwin – Wyplosz, 2006). Podobných odlišností je v Spojenom kráľovstve viac, čo tiež ovplyvňuje britský postoj k vstupu do eurozóny.

Ovplyvňujú dlhodobé úrokové sadzby prostredníctvom svojho pôsobenia na budúce krátkodobé sadzby a infláciu. Z toho vyplýva, že druhým kanálom, ktorým centrálna banka môže ovplyvňovať ekonomické správanie, sú trhové očakávania. Centrálna banka môže vplývať na budúci vývoj ekonomiky a tým aj na očakávania úrokových sadzieb už samou svojou kredibilitou, t. j. aj bez zmeny aktuálnych úrokových sadzieb. Moderná monetárna teória je do značnej miery založená práve na kľúčovej úlohe očakávaní. „Menová politika sa časom čoraz viac stáva umením ako manažovať očakávania“ (EEAG, 2007).

Nástup ECB i celého Eurosystemu sa spravidla hodnotí – a právom – ako veľký úspech. Nesporne to veľký úspech bol, jeho základom bola výborná „technická“ príprava zavedenia eura, o čo sa zaslúžil EMI na čele s prof. Alexandrom Lamfalussym. Možno povedať, že príbeh eura je (aspoň zatiaľ) príbehom o úspechu už preto, že ECB vcelku úspešne plnila svoj základný mandát udržať cenovú stabilitu, aj keď inflácia za dobu existencie eurozóny o niečo prevýšila 2 % ročne. Veľký úspech eura má však, ako sa obrazne vyjadril Ch. Wyplosz (2006), „dark sides“ (temné stránky). Jedna z nich sa zrejme týka **monetárnej stratégie ECB**.

Treba otvorene konštatovať, že ECB bola od svojho vzniku predmetom kritiky pre svoju stratégiu menovej politiky ovplyvnenú prístupom nemeckej Bundesbanky (De Grauwe, 2003; De Haan, 2005 a ďalší). ECB využívala operácie na voľnom trhu na usmerňovanie ceznočnej úrokovej miery, pričom sa mala opierať o dva piliere. Prvý pilier, monetárny pilier, definovaný ako „vedúca úloha peňazí“, sa zakladal na analýze vývoja menových agregátov, predovšetkým M_3 . Druhý pilier zahŕňal zasa všetky relevantné indikátory, ktoré mali poskytnúť „široko založené hodnotenie“ ostatných faktorov ovplyvňujúcich infláciu. Hlavným kontroverzným prvkom v monetárnej stratégii ECB boli, v tom čase už viac-menej prekonané monetaristické východiská. ECB totiž používala na hodnotenie rizík cenovej stability ako kvantitatívnu referenčnú hodnotu ročnú mieru rastu širokého menového agregátu M_3 . V dvojpilierovej monetárnej stratégii ECB mala teda jednoznačne rozhodujúcu úlohu zásoba peňazí – teda menový, resp. monetárny pilier. Druhý pilier vystupoval v celej stratégii viac-menej formálne. Niektorí kritici (pozri polemiku medzi W. Buiterom (1999) a O. Issingom (1999)) jej vytýkali napríklad nejasnosť a malú transparentnosť. Veľmi dôležitú úlohu v tejto kontroverzii zohrala skutočnosť, že väčšina (!) centrálnych bánk už v čase vzniku európskej menovej únie opustila menové agregáty ako spoľahlivého sprievodcu menovej politiky. Pravidlá rastu množstva peňazí mali dôležitú úlohu v prvej polovici 80. rokov (obdobie dezinflácie), neskôr však nižšia inflácia a účinky IT revolúcie na bankovú technológiu viedli k tomu, že všetky menové agregáty začali vykazovať značnú nestabilitu a stali sa nespoľahlivým indikátorom budúcej inflácie (De Grauwe – Polan, 2005). To všetko robilo novú centrálnu banku zastaranou ešte predtým, ako začala uskutočňovať svoje operácie.

ECB spočiatku reagovala na kritiku nie veľmi rozhodne a uskutočnila iba niektoré menej zásadné zmeny – napríklad pri publikovaní prognóz inflácie. Na jednej strane síce

umožnila publikovať túto prognózu dvakrát ročne v časopise Monthly Bulletin, zároveň však zdôraznila, že ide o projekcie aparátu (staff's projections), nie o prognózy, a že tieto projekcie nevyhnutne nevyjadrujú názor Bankovej rady. Ťažko nájsť lepší príklad názorovej schizofrénie. V tejto súvislosti treba azda pripomenúť slávny výrok prvého prezidenta ECB Wima Duisenberga, ktorý na kritické hlasy zareagoval: „Počujem, ale nepočúvam (I hear but don't listen). Napokon však W. Duisenberg predsa len „počúvol“ a ECB napokon v máji 2003 prehodnotila svoju menovú stratégiu. Aj v tomto prípade sa však nevyjadřila celkom jasne a nepostupovala v duchu tak často vyzdvihovanej transparentnosti. Vyhlásila, že „Banková rada potvrdzuje, že jej menovopolitické rozhodnutia sa budú naďalej zakladať na komplexnej analýze rizík cenovej stability. Časom sa analýza v rámci dvoch pilierov monetárnej stratégie prehĺbila a rozšířila. Táto prax bude pokračovať. Banková rada však chce vyjasniť správu o krízovej kontrole informácie pri dospievaní k svojmu jednotnému súhrnnému hodnoteniu rizík cenovej stability“ (Press release, 8 May 2003).

Zmena, o ktorej ECB nejasne informovala verejnosť, sa predovšetkým týkala premenovania obidvoch pilierov, ktoré si naviac vymenili miesto, t. j. prvý sa stal druhým a druhý prvým. Nový prvý pilier, označený ako *ekonomická analýza*, je výslovne zameraný na „krátke a stredné obdobie“ a zahŕňa, s výnimkou menových agregátov, množstvo ekonomických ukazovateľov. Druhý pilier, nazvaný monetárna analýza, sa zameriava na „stredné a dlhšie obdobie“ a opiera sa o menové agregáty, osobitne M_3 . Menové agregáty tak boli degradované a namiesto svojej pôvodnej „vedúcej úlohy“ sa stali iba nástrojom na „krízovú kontrolu“ záverov ekonomickej analýzy“. ⁶ Niektorí ekonómovia v týchto zmenách vidia odklon od Duisenbergovho „ale nepočúvam“. ECB sa podľa nich v praxi stala, podobne ako Fed, kabinetným, resp. salónnym stúpencom inflačného ciele (a closet inflation targeter). Sama ECB však rozhodne odmieta pokusy označovať jej činnosť zjednodušenými nálepkami.

Zmenu v monetárnej stratégii ECB, ktorá sa značne oneskorila za menovými „inováciami“ Fed-u a viacerých ďalších renomovaných centrálnych bánk, výstižne charakterizoval uznávaný monetárny expert De Grauwe takto: „ECB znížila význam peňažnej zásoby (M_3) vo svojej menovopolitickej stratégii a dobre urobila. Nemá predsa vôbec žiadny význam predstierať, že peňažná zásoba je najdôležitejšou premennou, ktorú treba sledovať. Táto premenná je natoľko znehodnotená veľkým rozruchom, že už zriedkakedy dávala správny varovný signál o hrozbe budúcej inflácie“ (De Grauwe, 2003). Podobne chápal rozhodnutie Bankovej rady ECB aj L. Svensson (2003), ktorý uviedol, že ide o „zmenu

⁶ Z toho by sa však nemal vyvodzovať záver, že sa menovým agregátom v analýzach ECB vôbec nevenuje pozornosť. Svedčí o tom napríklad štúdia *Interpreting Monetary Developments since Mid – 2004*, v ktorej sa podrobne objasňuje monetárna analýza tvoriaca obsah druhého piliera monetárnej stratégie. V článku sa podrobne skúma štruktúra menových agregátov (osobitne M_3), krátkodobá a dlhodobá kauzalita medzi M_3 a infláciou v eurozóne, účinok nízkej úrovne úrokových sadzieb na menový vývoj od polovice roku 2004 a ďalšie otázky (ECB Monthly Bulletin, July 2007).

v správnom smere, ktorá však sama nestačí“. Na základe ekonometrickej analýzy H. Berger a ďalší autori (2006) dokazujú, že aktuálne rozhodnutia ECB o úrokových sadzbách nie sú zrejme ovplyvnené úvahami založenými na menovom pilieri. Hlavnými faktormi podmieňujúcimi aktuálne zmeny v menovej politike sú hodnotenia budúceho vývoja reálnej ekonomiky a cien. Ani väčšina ekonometrických odhadov reakčných funkcií nepotvrďuje (Gerlach, 2004), že vývoj množstva peňazí ovplyvňuje rozhodnutia ECB o úrokových sadzbách.

ECB oficiálne tvrdí, že nemá inflačný cieľ, namiesto toho vraj má mandát na cenovú stabilitu, ktorý zahŕňa už spomínanú definíciu cenovej stability. V súvislosti s touto definíciou, ktorá sa nepriamo dotýka aj rizika deflácie, sa objavuje logická otázka: „Vieme (vlastne), ako by mala byť inflácia nízka? (Wyplosz, 2001). V eurozóne sa význam tejto otázky umocňuje tým, že tempá inflácie sa nevyhnutne od jednej krajiny k druhej odlišujú. To znamená, že prispôsobovania cien a miezd, ktoré sú nevyhnutné v prípade asymetrických šokov, sú ťažšie a komplikovanejšie v tých krajinách, kde je inflácia nižšia.

V ekonomickej literatúre venovanej európskej menovej únii sa často diskutuje o *nákladoch*, ktoré majú členovia eurozóny z toho, že majú jednotnú menovú politiku. Jednotná menová politika totiž už samotnou svojou definíciou, teda implicitne, hovorí, že nemôže vyhovovať každej členskej krajine. Teoreticky by jednotná menová politika mala vyhovovať takej „priemernej“ členskej krajine, ktorej všetky rozhodujúce ekonomické ukazovatele sú v dokonalom súlade s príslušnými „priemernými“ ukazovateľmi celej eurozóny, z ktorých ECB vychádza pri rozhodovaní o svojich menovopolitických nástrojoch. Je však zrejmé, že Eurosystem nemôže (alebo nemal by) vychádzať zo špecifických podmienok každej jednotlivéj členskej krajiny. A „priemerná“ krajina – to je abstrakcia, ktorú ťažko spájať s konkrétnou členskou krajinou. Pravda, v literatúre sa možno stretnúť s tvrdením (pochádzajúcim od takej autoritatívnej osobnosti, ako je M. Feldstein, prezident prestížneho amerického NBER), že na menovú politiku ECB majú v skutočnosti rozhodujúci vplyv ekonomicky najsilnejší členovia eurozóny. Nazdávam sa, že v pomerne krátkej histórii eurozóny by sa našli viaceré príklady toho, že aj tu platí latinské „*primus inter pares*“.

Európska centrálna banka zrejme nedisponuje osobitnými nástrojmi, ktoré by vyhovovali každej členskej krajine. Platí tu okrídlené „One size fits all“. Do akej miery však táto „one size“ skutočne všetkým vyhovuje? Aká je skutočnosť?

Budeme najskôr vychádzať z toho, že v eurozóne existujú inflačné diferenciály – tak to aj skutočne bolo v rokoch 1999 – 2005. Možné vysvetlenia:

- Balassov – Samuelsonov efekt (čiastočne vysvetľuje vývoj v Írsku, Španielsku a Portugalsku);
- nesprávne stanovený počiatočný konverzný pomer (Nemecko);
- autonómne mzdové a cenové tlaky (Grécko, Holandsko, Španielsko, Portugalsko);
- chyby fiškálnej politiky;

- asymetrické šoky – práve o tie sa najviac zaujíma teória OMO (napríklad ropné šoky).

Jednotná menová politika ECB sa usiluje pôsobiť na cenovú hladinu tak, aby sa udržala v stanovenom pásme. Jej nástrojom je spoločná nominálna úroková miera v celej eurozóne. Problém je však v tom, že menová politika neovplyvňuje ekonomiku pomocou nominálnej úrokovej miery, podstatná je **reálna úroková miera**, t. j. nominálna miera mínus očakávaná inflácia. Zoberme si napríklad krajinu, kde inflácia je (a očakáva sa, že aj ostane) vyššia ako priemer, v dôsledku čoho jej menová politika je relatívne expanzívna. Platí to aj opačne. Krajina s nízkym rastom a nízkou infláciou čelí relatívne vysokej reálnej úrokovej miere, čo má, pochopiteľne, reštriktívny účinok. Tá istá nominálna úroková miera má teda pri rozdielnej inflácii odlišné konjunktúrne účinky. Pravda, sú tu ďalšie faktory, ktoré treba brať do úvahy – najmä zdroj inflačného diferenciálu.

Ďalší komplikovaný a kontroverzný problém jednotnej menovej politiky ECB sa týka toho, čo možno označiť ako **homogénnosť hospodársko-politických preferencií**, ktorá sa v ekonómii menovej integrácie považuje za jedno z kritérií OMO (Baldwin – Wyplosz, 2006). V eurozóne sa stretávame s tým, že nie vždy sa názory všetkých členských krajín na rôzne hospodársko-politické problémy zhodujú. Rozdiely môžu byť dokonca aj v tom ako reagovať na symetrický šok. Názory na to, aký by mal byť „najlepší spôsob“ riešenia šoku, sa zriedkakedy zhodujú. V týchto sporoch aktívne vystupujú politické strany, odbory a lobisti, takže nemožno presne predvídať, aké názory prevládnu. Podporovať vývozcov alebo dovozcov, poskytovať rozsiahle dotácie poľnohospodárstvu, preferovať opatrenia proti inflácii alebo proti nezamestnanosti? Ak sa názory členov eurozóny nezhodujú, potom zrejme majú aj odlišné predstavy o tom, aká by mala byť menová politika centrálnej banky. Nech je však jej menová politika akákoľvek, všetkým nemôže vyhovovať. Nie sú potom vylúčené ani hlasy, že menovú úniu treba opustiť – také hlasy (resp. hlas) sa napríklad v Taliansku skutočne v roku 2005 objavil. Inokedy je Európska centrálna banka zasa predmetom ostrej kritiky za „nesprávne“ stanovenie úrokových sadzieb, ktoré vraj vyhovujú iba špekulantom. Takto napríklad v septembri 2007 vystúpil francúzsky prezident N. Sarkozy.

V ekonomickej literatúre sa objavujú aj ďalšie pokusy o odhad nákladov spojených s jednotnou menovou politikou ECB (Clarida et al., 1998); aj tento prístup vychádza z toho, že menová politika ECB nemôže reagovať na všetky odlišnosti ekonomického vývoja členských štátov – napríklad odlišnosti v cyklickom vývoji, v tempách rastu, miere nezamestnanosti a miere inflácie. Je prirodzené, že práve v týchto odlišnostiach sú korene rozdielov medzi jednotnou politikou ECB a menovou politikou, ktorú by preferovali jednotlivé členské štáty eurozóny. Čím väčší je tento rozdiel, tým väčšia je pravdepodobnosť, že menová politika ECB bude viac vzdialená od toho, čo by sa mohlo označiť ako optimálna menová politika. R. Clarida a kol. (1998) označili tento rozdiel ako **špecifický stres krajiny**. „Stres v monetárnom systéme vzniká, ak centrálna banka z hocijakého dôvodu nemôže optimálne regulovať svoje menovopolitické nástroje“ (EEAG, 2007).

Autori EEAG správy o európskej ekonomike 2007 sa pokúsili kvantifikovať tieto indikátory stresu pre jednotlivé členské štáty eurozóny (s výnimkou Luxemburska) za roky 1999 – 2006.⁷ Zistili pritom, že najnižšie absolútne hodnoty štrukturálneho stresu v eurozóne mali Belgicko (+0,12) a Taliansko (-0,16), čo znamená, že práve týmto krajinám by mala najviac vyhovovať jednotná menová politika ECB. Najväčšie odchýlky sa naproti tomu zistili v prípade Írska a Nemecka. To znamená, že ak by ECB formulovala menovú politiku iba pre samotné Írsko, potom by v priemere stanovila úrokovú sadzbu o 1,2 percentuálneho bodu vyššie (hodnota štrukturálneho stresu bola -1,20). Druhým, opačným extrémom bolo Nemecko, kde by priemerná úroková miera v rokoch 1999 – 2006 bola zase o takmer 0,4 percentuálneho bodu nižšia (zistená hodnota štrukturálneho stresu bola +0,4).

Podobné výpočty pre Dánsko, Švédsko a Spojené kráľovstvo, teda nečlenov eurozóny, ukázali, že v prípade Dánska a Švédska tieto rozdiely nie sú príliš veľké, zatiaľ čo odchýlku prevyšujúcu 0,4 (t. j. -0,44) percentuálneho bodu vypočítanú pre Spojené kráľovstvo možno pokladať za významnejšiu. Cyklický stres vypočítaný pre Spojené kráľovstvo bol napríklad oveľa väčší ako vo Francúzsku alebo Nemecku, teda v štátoch, ktorých veľkosť je porovnateľná so Spojeným kráľovstvom. Najmä rastové očakávania Spojeného kráľovstva neboli synchronizované s eurozónou. Z toho vyplýva, že ak podobné cyklické odchýlky budú pretrvávať, poskytnú Spojenému kráľovstvu dobrý argument proti vstupu do eurozóny.⁸

⁷ Výpočet indikátora stresu vychádza z predpokladu, že všetky členské štáty sa dobrovoľne rozhodli vstúpiť do EMÚ, čím ukázali, že dávajú prednosť jej inštitucionálnemu usporiadaniu, ako aj jej menovej politike pred situáciou prevládajúcou pred eurom. Zároveň sa však predpokladá, že fungovanie ekonomiky (jej štrukturálne parametre) je v zásade rovnaké vo všetkých členských štátoch eurozóny. Vzhľadom na to, že ECB musí brať do úvahy vývoj na agregátnej európskej úrovni (resp. priemerné európske premenné), asymetrie v inflácii a cyklickom vývoji medzi členskými štátmi vyvolávajú rozdiely medzi aktuálnou úrokovou mierou ECB a úrokovou mierou, ktorá by sa stanovila tak, že by sa na národnej úrovni aplikovalo to isté Taylorovo pravidlo ako v prípade ECB, reagujúce na národnú infláciu a národný rast, a nie na príslušné agregáty eurozóny. Práve tento rozdiel sa označuje ako špecifický stres krajiny. Záporná hodnota tohto indikátora stresu (pri danej odhadovanej reakčnej funkcii ECB) znamená, že aktuálna menová politika ECB je pre danú krajinu viac akomodatívna, ako by sa mohlo očakávať pri použití údajov špecifických pre danú krajinu. Ak je na druhej strane hodnota indikátora stresu kladná, monetárna politika je pre danú krajinu príliš „tesná“. (EEAG, 2007).

⁸ Existujú aj ďalšie štúdie, v ktorých sa analyzuje adekvátnosť menovej politiky ECB pre členské štáty európskej menovej únie. B. Hayo (2006) napríklad dokazuje, že takmer všetky členské štáty eurozóny mali v rokoch 1999 – 2004 z titulu svojho členstva v EMÚ nižšie nominálne úrokové sadzby v porovnaní s predchádzajúcim menovým režimom. „Inak povedané, ak by nevznikla EMÚ, tieto krajiny by mali reštriktívnejšie menové politiky ako pri režime ECB“ (Hayo, 2006). Jedinou výnimkou podľa Haya bolo Nemecko, ktoré sa muselo vyrovnáť pri režime ECB s trocha vyššími úrokovými sadzbami v porovnaní so sadzbami určenými Bundesbankou.

Literatúra:

1. Baldwin, R. – Wyplosz, Ch. (2006): *The Economics of European Integration*. London: McGraw-Hill.
2. Buiter, W. (1999): *Alice in Wonderland*. CEPR Policy Paper 1, Centre for Economic Policy Research, London.
3. Clarida, R. et al. (1998): *Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence*. *European Economic Review*, 42, p. 1033 – 1067.
4. De Grauwe, P. (2003): *The Central Bank That has Missed the Point*. *Financial Times*, May 13.
5. De Grauwe, P. – Polan, M. (2005): *Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon?* *Scandinavian Journal of Economics*, 107/2, p. 239 – 259.
6. Gerlach, S. (2004): *The Two Pillars of the European Central Bank*. *Economic Policy*, 19, p. 390 – 439.
7. Hayo, B. (2006): *Is European Monetary Policy Appropriate for the EMU Member Countries? A Counterfactual Analysis*. *Marburg Papers on Economics*. No 10, p. 1 – 32.
8. *Interpreting Monetary Developments since Mid – 2004*. *ECB Monthly Bulletin*, July 2007, p. 51 – 74.
9. Issing, O. (1999): *Willem in Wonderland*. CEPR Policy Paper 2, Centre for Economic Policy Research, London.
10. Pollard, Patricia, S. (2003): *A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve*. *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, January/February, p. 11 – 30.
11. Svensson, L. E. O. (2003): *In the Right Direction, But Not Enough: The Modification of the Monetary – Policy Strategy of the ECB*. Briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parliament.
12. *The EEAG Report on the European Economy 2007*. CESifo, Munich.
13. Wyplosz, Ch. (2001): *Do we know how low should inflation be?* In: Garcia Herrero, A. et al (eds.), *Why Price Stability?* European Central Bank, Frankfurt.
14. Wyplosz, Ch. (2006): *European Monetary Union: the dark sides of major success*. *Economic Policy*, April, p. 207 – 261.

Kontakt

Doc. Ing. Jan Iša, DrSc.
Ekonomický ústav SAV
Šancova 56
811 05 Bratislava
Slovenská republika
jan.isa@savba.sk