

Menová, finančná a fiškálna stabilita-nová hospodárskopolitická trilema? ¹

Monetary, financial and fiscal stability – new policy trilemma?

Marián NEMEC

Abstrakt

Podľa známej ekonomickej trilemy založenej na poznatkoch, ktoré ponúka Mundell-Flemingov model, nie je možné súčasne dosahovať v ekonomike stav, v ktorom je stabilný výmenný kurz, voľný pohyb kapitálu a nezávislá menová politika. Ekonomia si môže vybrať iba dva ciele a tretieho sa musí vzdať. V súvislosti s udalosťami poslednej dekády sa ponúka analógia uvedenej klasickej trilemy s aktuálnou trojicou cieľov: s menovou, finančnou a fiškálnou stabilitou. Vzhľadom na komplikované väzby menovej, finančnej a fiškálnej politiky nie je však možné problém klasifikovať analogicky ku klasickej trileme. Mnohorozmernosť problému neumožňuje formulovať jednoduché pravidlá pre regulovanie vzťahov medzi uvedenými oblasťami. Súčasné dosahovanie menovej, finančnej a fiškálnej stability je problematické a skúmanie predmetnej otázky je stále aktuálnou témou teórie aj praxe.

Kľúčové slová

menová politika, fiškálna politika, finančná politika, hospodárskopolitická trilema

Abstract

According to the well-known economic trilemma based on the findings of the Mundell-Fleming model, it is not possible to achieve a stable economic exchange rate, free movement of capital and an independent monetary policy at the same time. The economy can only choose two goals and the third one has to give up. In relation with the events of the last decade, the analogy of the classical trilemma with the current three-fold goal - monetary, financial and fiscal stability - is offered. However, due to the complicated links between monetary, financial and fiscal policy, the problem can not be classified in analogy to the classic trilemma. The multidimensionality of the problem does not make it possible to

¹ Tento príspevok je výsledkom riešenia projektu VEGA 1/0613/18 Prehľadovanie ekonomických nerovností v dôsledku distribučných efektov nekonvenčnej menovej politiky.

formulate simple rules for regulating relations between those areas. The achievement of monetary, financial and fiscal stability at the same time is problematic and the examination of the issue in question is still a current topic of theory and practice.

Key words

monetary policy, fiscal policy, financial policy, policy trilemma

JEL Classification

E52, E62, E69, F42

Úvod

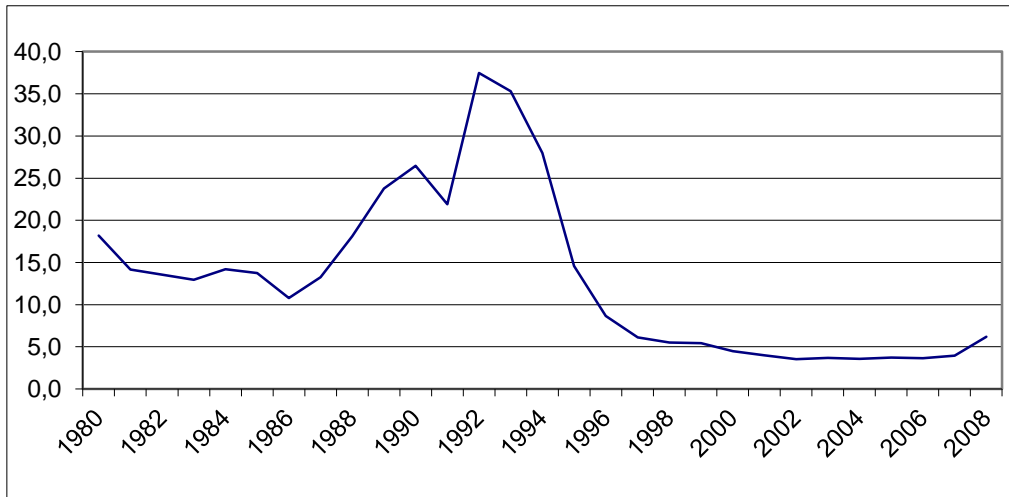
Podľa známej ekonomickej trilemy založenej na poznatkoch, ktoré ponúka Mundell-Flemingov model, nie je možné súčasne dosahovať v ekonomike stav, v ktorom je stabilný výmenný kurz, voľný pohyb kapitálu a nezávislá menová politika. Ekonomika si môže vybrať iba dva ciele a tretieho sa musí vzdať. To napríklad znamená, že keď chce mať nezávislú menovú politiku a voľný pohyb kapitálu, musí uvoľniť výmenný kurz. V súvislosti s udalosťami poslednej dekády, charakterizovanej finančnou a dlhovou krízou, sa ponúka analógia uvedenej klasickej trilemy s aktuálnou trojicou cieľov: s menovou, finančnou a fiškálnou stabilitou [Weidmann, 2016]. Ich súčasné dosahovanie je tiež problematické a skúmanie predmetnej otázky je aktuálnou témou teórie a praxe.

1. Vzťahy medzi menovou a finančnou stabilitou

Už pred finančnou krízou sa mnohí autori zaoberali vzťahmi medzi menovou a finančnou stabilitou. Menová stabilita sa všeobecne pokladala za dôležitú podmienku a niekedy dokonca aj za dostačujúcu podmienku finančnej stability. Predpokladalo sa, že z hľadiska dlhodobého vývoja sa menová a cenová stabilita mala vyvíjať rovnakým smerom, a teda neexistoval medzi nimi rozpor. Tento názor bol podporený aj historickými skúsenosťami, keď finančné, resp. bankové krízy sa obvykle objavovali po obdobiach s vysokou infláciou [Issing, 2003]. Charakteristickou črtou prebiehajúcej diskusie bolo rozlišovanie medzi infláciu spotrebiteľských cien a infláciu v oblasti cien aktív (realít a akcií). Zatiaľ čo inflácia v oblasti spotrebiteľských cien bola explicitne regulovaná centrálnymi bankami, zasahovanie do vývoja cien aktív sa pokladalo z hľadiska centrálnych bánk za nežiaduce.

Pred finančnou krízou panovala všeobecne v praxi centrálnych bánk spokojnosť s výsledkami menovej politiky, ktorá bola založená na celosvetovo vykazovanej veľmi nízkej inflácii:

Obrázok 1 **Inflácia CPI – svet (% priemernej ročnej zmeny)**



Zdroj: IMF (2018)

V porovnaní s 80-tymi a 90-tymi rokmi predchádzajúceho storočia, bola inflácia v prvých rokoch tohto tisícročia na veľmi nízkej úrovni, keď tesne pred vypuknutím krízy dosahovala úroveň málo na 3 percentami. Na charakteristiku obdobia sa používal termín „Great Moderation“² (voľne preložené „Veľká stabilita“), ako protiklad k slovnému spojeniu „Great Depression“, ktoré označovalo veľkú hospodársku krízu v 30. rokoch 20. storočia. Popri udržaní stabilných cien sa tiež zdalo, že centrálné banky dokážu aj zmierniť hospodársky cyklus, a tým zabezpečiť celkovú makroekonomickú stabilitu.

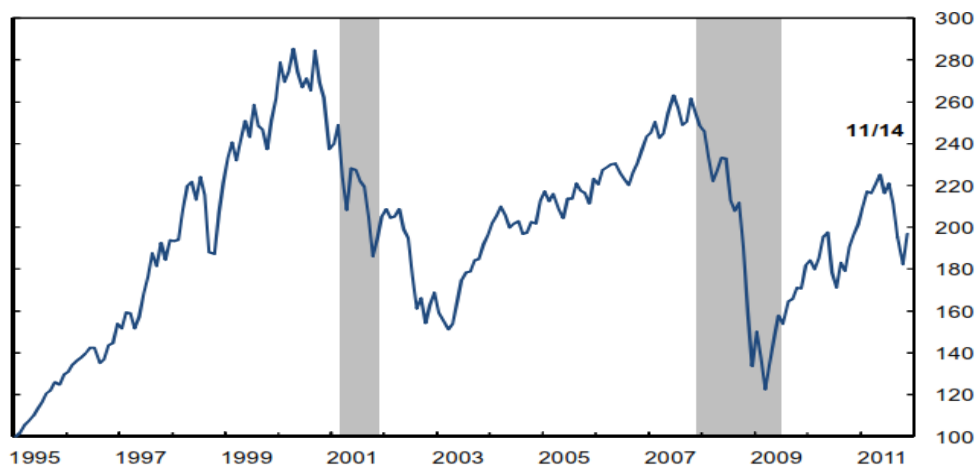
Paralelne s nízkou CPI infláciou, ktorej regulácia bola a doteraz je agendou centrálnych bánk, sa však vytvárala rozsiahla bublina v oblasti cien aktív (realít a akcií na burzách, ktorú centrálné banky ignorovali (obrázok 1).

Podľa vtedy uplatňovanej doktríny centrálné banky mali zasiahnuť až vtedy, keď bublina praskne, ináč by bola ich aktivita v tejto oblasti považovaná za morálny hazard, pretože centrálna banka by bola jedným z účastníkov finančného trhu. Pád cien aktív na finančnom trhu bol však takého rozsahu, že spôsobil celkovú finančnú a následne aj makroekonomickú nestabilitu a výrazne ovplyvnili samozrejme aj menovú oblasť, vrátane spotrebiteľských cien.

² O jeho propagáciu sa výraznou mierou zaslúžil B. Bernanke, neskorší šéf Federálneho rezervného systému USA. (Bernanke, 2004)

Tie v reakcii na krízovú recesiu všeobecne klesali a inflácia sa dostávala pod úroveň inflačných cieľov centrálnych bánk, často aj do pásma deflácie. Finančná nestabilita tak mala vplyv na efektívnosť dosahovania menových cieľov.

Obrázok 1 Vývoj cien akcií očistený o infláciu (celkový Dow Jones index)



Pozn.: použitý cenový index PCE³, 1.1.1995 = 100

Zdroj : Bloomberg

Paradoxne však dôveryhodná a predvídateľná menová politika môže spôsobovať vyššiu akceptáciu rizika tým, že znižuje neistotu a v konečnom dôsledku prispieva u subjektov finančného trhu k podceňovaniu rizika. Pokiaľ ide o domácnosti a firmy, v ich prípade nízke úrokové sadzby tiež zvyšujú hodnotu ich kolaterálu pri prijímaní ďalších úverov a podnecujú zvyšovanie ich objemu, čo zvyšuje nebezpečenstvo finančnej instability. To bolo jedným z charakteristických znakov predkrízovej situácie. Konkrétne v USA lacné hypotekárne úvery zvyšovali dopyt po realitách, následkom čoho sa zvyšovali ceny realít, súčasne sa zvyšovala úverová kapacita ich majiteľov, čo podporovalo ďalší rast cenovej bubliny a následne viedlo k jej prasknutiu.

Podľa známeho Tinbergenovho pravidla je potrebné pre dosiahnutie každého ekonomického cieľa použiť minimálne jeden hospodársko-politický nástroj. Ak je cieľov viac ako disponibilných nástrojov, potom niektoré ciele nie je možné dosiahnuť. Čiže aj spoliehanie sa na to, že makroekonomickú i finančnú stabilitu možno dosiahnuť pomocou nástroja menovej politiky – úrokových sadzieb – môže viesť k tomu, že v jednej alebo v druhej oblasti cieľ dosiahnutý nebude. Potom napríklad pri pokuse využiť úrokové miery ako nástroj menovej

³ Cenový index PCE je v USA používaný ako indikátor priemerného nárastu cien domácej osobnej spotreby. PCE = Personal Consumption Expenditures.

politiky s cieľom podporiť finančnú stabilitu môže dôjsť k tomu, že sprísňovanie menovej politiky v období stagnácie ekonomiky môže viesť k zhoršeniu stagnácie (Mishkin, 2011). Podľa niektorých autorov (Issing, 2003) sa nekompatibilita inflačného cieľa a cieľa finančnej stability môže prejaviť najmä v krátkodobom horizonte. V horšom prípade môže takýto postup spôsobiť problémy ako v oblasti menovo-politických cieľov, tak aj cieľa finančnej stability. V tomto zmysle by menová politika mala presadzovať plnenie inflačného cieľa a finančnú stabilitu by mala regulovať makroprudenciálna politika.

Ako prevencia rastu cenovej bubliny v oblasti cien aktív sa odporúčalo aktívne konanie centrálnej banky už v čase tvorby finančnej nerovnováhy v podobe cenovej bubliny. Závery viacerých výskumov⁴ však ukazujú, že priama angažovanosť menovej politiky pri riešení finančnej nerovnováhy pôsobí na vznik rozporov medzi plnením tradičných cieľov menovej politiky a finančnej stability. Tento postup síce môže viesť k potlačeniu finančných rizík, na druhej strane môže spôsobiť neplnenie cieľov menovej politiky. Napriek tomu, centrálna banka by sa nemala pasívne prizerať, keď sa tvorí cenová bublina, ktorá vytvára potenciálne nebezpečenstvo pre finančnú stabilitu (Weidmann, 2016, 2017). Problém je, že v prípade aktívneho konania centrálnych bánk by išlo o uznanie dvojitého mandátu menovej politiky, tzn. o reguláciu úzko definovaného inflačného cieľa, ako aj o reguláciu finančnej stability.

Dôvody, prečo by centrálna banka mala predsa len mali byť aktívne, spočívajú v tom, že nie je isté, že makroprudenciálna politika zabezpečí finančnú rovnováhu. Skúsenosti s makroprudenciálnymi nástrojmi sú stále obmedzené a súbor nástrojov je stále neúplný. Kríza ďalej jasne ukázala, že finančná nestabilita ovplyvňuje vývoj inflácie a schopnosť centrálnej banky zabezpečovať cenovú stabilitu. Takisto finančná nestabilita znamená možnosť narušenia tradičných kanálov transmisného mechanizmu menovej politiky. Preto menová politika musí brať dôsledky finančnej nerovnováhy pre cenovú stabilitu do úvahy. Forma novej reakcie centrálnych bánk je však zatiaľ nejasná.

Nič to však nemení na skutočnosti, že prvú obrannú líniu na zabezpečenie finančnej stability by mala predstavovať finančná regulácia. Pokiaľ ide o tradičnú mikroprudenciálnu reguláciu, smer reformy je zameraný na riešenie problému privatizácie ziskov a zospoločenšťovania strát, čo je jednak spoločensky neprijateľné, ale tiež ekonomicky neúnosné, pretože finančné subjekty sú povzbudzované, aby preberali nadmerné riziká.

⁴ Pozri napr. Blanchard-Watson (1982), Mishkin (2011) a i.

Základom medzinárodného úsilia o zabezpečenie riešenia systémových bánk je štandard pre splácanie dlhov, tzv. Total Loss Absorbing Capacity (TLAC). Vyžaduje od týchto bánk, aby držali minimálny dlh, ktorý dokáže absorbovať straty v prípade reštrukturalizácie banky. Má to za cieľ chrániť verejné záujmy vrátane kontinuity kritických funkcií banky, finančnej stability a minimálnych nákladov pre daňových poplatníkov. Európa už má vlastnú štandardnú záruku, tzv. Minimum requirements on eligible liabilities (MREL). Štandardy MREL v súčasnosti však neodrádzajú banky od toho, aby držali dlžobu v inej inštitúcii. V záujme finančnej stability by sa to malo zmeniť (Weidmann, 2016).

V zmysle princípu, že na spoľahlivé dosiahnutie cieľa každej politiky je potrebný aspoň jeden samostatný nástroj pre každú oblasť politiky sa počas krízy preto sformoval úplne nový súbor nástrojov - makroprudenciálne politiky - ktoré sú zamerané na konkrétne sektory finančného systému. Namiesto toho, aby sa zamerali na jednotlivé finančné inštitúcie, makroprudenciálne politiky môžu brať do úvahy vzájomné systémové závislosti.

Ďalším dôsledkom finančnej nestability bolo narušenie transmisného mechanizmu menovej politiky, čo sa stalo zrejším na jeseň 2008 po páde spoločnosti Lehman Brothers, keď došlo k prerušeniu tradičnej transmisie úrokových sadzieb v rámci konvenčných opatrení menovej politiky.

2. Vzťah menovej a fiškálnej politiky

Už v predkrízovom období sa vzťahy menovej a fiškálnej politiky vo väčšine krajín vykryštalizovali v smere výkonu menovej politiky centrálnymi bankami, ktorým bola poskytnutá nezávislosť od vplyvov vlád. Ich úlohou je zabezpečovať cenovú stabilitu. Túto funkciu im umožňuje legislatíva vykonávať nezávisle od pokynov vlád. Súčasne sa vládni manažéri snažia zabezpečovať všetky funkcie štátu čo najefektívnejším spôsobom tým, že minimalizujú náklady verejnej správy. Toto oddelenie funkcií nevylučuje, ale naopak zdôrazňuje potrebu koordinácie menovej a fiškálnej politiky.

Ak je ekonomika súčasťou menovej únie, menovú politiku vykonáva centrálna banka únie pre celé jej územie. V takejto situácii dochádza k interakcii medzi fiškálnou a menovou politikou v tom zmysle, že fiškálna politika jednotlivých členov menovej únie sa potom používa na riešenie tých špecifických problémov, ktoré nemôže pokryť jednotná menová politika.

Finančná kríza ukázala, že úspech menovej politiky závisí okrem iného aj od podmienok, ktoré sama neovplyvňuje. Najmä závisí od stabilného finančného systému. Práve kríza

štátneho dlhu v eurozóne pripomenula, že zdravé fiškálne politiky jednotlivých členov únie zostávajú dôležitou podmienkou toho, aby menová politika dokázala zabezpečiť žiaduci vývoj cien.

Potreba koordinácie menovej a fiškálnej politiky je zrejmá najmä pri uvedení si faktu, že spôsob vykonávania monetárnej politiky ovplyvňuje možnosti vlády financovať deficit prostredníctvom ovplyvňovania nákladov dlhovej služby a limitovaním alebo rozširovaním zdrojov financovania.⁵ Súčasne však finančná stratégia vlády a jej finančné potreby určujú limity operačnej nezávislosti centrálnej bank.

3. Vzťah fiškálnej a finančnej politiky

Fiškálna politika je prostriedkom, pomocou ktorého vláda upravuje svoje výdavky a sadzby daní na ovplyvňovanie národného hospodárstva. Finančná politika sa vzťahuje na oblasti týkajúce sa regulácie a dohľadu nad finančnými a platobnými systémami vrátane trhov a inštitúcií s cieľom podporiť finančnú stabilitu, efektívnosť finančných trhov a ochranu klientov a aktív spotrebiteľov.

Obmedzenie fiškálnych rizík, spojených aj s rizikom finančnej nestability by sa malo realizovať prostredníctvom zdravej fiškálnej politiky. To by tiež pomohlo vytvoriť trvalý zdroj stability a tiež prispieť k zvýšeniu efektívnosti menovej politiky tým, že keď sa neistota zníži, zvyšuje to schopnosť ekonomických subjektov reagovať na impulzy menovej politiky (Eickmeier - Metiu - Prieto, 2016).

Do popredia sa dostala otázka zladenia rizika a návratnosti v súvislosti s problémom, že štátny dlh s nulovým rizikom narúša optimálnu alokáciu kapitálu, a preto pôsobí ako prekážka rastu a predstavuje tiež hrozbu pre finančnú stabilitu (Korte, 2014). Regulácia štátnych expozícií je predmetom diskusií na európskej aj Basilejskej úrovni. Hoci je na oboch úrovniach potrebný pokrok, v eurozóne je mimoriadne naliehavý. Spornou záležitosťou je v tejto súvislosti už spomínaný problém, že súkromní investori, ktorí nakupujú štátny dlh sa spoliehajú na to, že v prípade, keď sa tento dlh z nejakých dôvodov nespláca, oni svoje investície nestrácajú. V takomto prípade totiž reštrukturalizácia štátneho dlhu prebieha obvykle takým spôsobom, že sa na nej zúčastňujú štáty a medzinárodné inštitúcie (obvykle MMF, ale aj iné), ktoré v záujme udržania finančnej stability preniesú náklady reštrukturalizácie na daňového poplatníka.

⁵ Pozri napr. Dahan (1998).

Odstránenie štátneho dlhu ako rizikového balíka by tiež pripravilo pôdu pre riadnu reštrukturalizáciu štátneho dlhu. Tá by spočívala na zásade, že finančné riziká by znášali tí, ktorí ich prijali, t.j. súkromní investori. Riadna reštrukturalizácia štátneho dlhu však nie je jediným spôsobom, akým môžu byť účastníci finančného trhu zapojení do štruktúrovaného rozloženia fiškálnych rizík. Existuje určitý potenciál riešenia tohto problému napr. formou vydávania štandardizovaných dlhopisov viazaných na HDP (Kleiman, 2018). Viazaním kupónových platieb a potenciálne aj istiny na mieru rastu krajiny sa investori podieľajú na hospodárskom vývoji krajiny tak v prípade, keď sa jej darí, ako aj v prípade, keď má problémy s hospodárskym rastom. Týmto spôsobom môže krajina potenciálne realizovať udržateľnú fiškálnu politiku, aj keď čelí nepriaznivému hospodárskemu vývoju. Dlhopisy viazané na HDP sú formou dlhopisu s pohyblivou sadzbou a kupónom, ktorý je spojený s mierou rastu krajiny. Sú napojené na úrokové sadzby, ako je napr. LIBOR alebo EURIBOR, prípadne na sadzbu federálnych fondov. Tieto cenné papiere sa môžu vydávať na referenčný reálny alebo nominálny HDP (Barr - Bush - Pienkowski, 2014).

Cenné papiere tohto typu nie sú novinkou, prvé dlhopisy viazané na HDP boli vydané v Kostarike, Bulharsku a Bosne a v deväťdesiatych rokoch minulého storočia. Takisto Grécko a Argentína vydali v rámci reštrukturalizácií svojich dlhov v rokoch 2012 a 2005 nástroje, ktoré majú podobný charakter ako dlhopisy viazané na HDP. Argentína tiež vydala v roku 2002 nástroj súvisiaci s HDP v rámci reštrukturalizácie dlhu v roku 2001⁶. Napriek tomu, vo vyspelých ekonomikách s touto formou emisie dlhu nie sú dostatočné skúsenosti. Preto je potrebné ešte zodpovedať veľa otázok spojených s potenciálnym využitím týchto nástrojov. Nie je napr. jasné, koľko investorov by sa zaujímalo o tieto dlhopisy a ako by sa súkromní investori vyrovnali so skutočnosťou, že by sa na nich presunula časť fiškálnych rizík.

4. Záver

Vzhľadom na komplikované väzby menovej, finančnej a fiškálnej politiky zrejme nie je možné problém klasifikovať analogicky ku klasickej trileme spomínanej v úvode. Mnohorozmernosť problému neumožňuje formulovať jednoduché pravidlá pre regulovanie vzťahov medzi uvedenými oblasťami.

V posledných rokoch došlo k pokroku vo výskume vo všetkých skúmaných oblastiach. V oblasti menovej politiky došlo najmä k rozšíreniu teoretických aj praktických poznatkov o účinkoch nekonvenčných nástrojov menovej politiky, formulovali sa nové zásady stabilného

⁶ Podrobnejšie pozri napr. Miyajima (2006), Korte - Steffen (2014), Kleiman (2018).

finančného systému ako aj zdravých fiškálnych politík. Napriek tomu súčasné dosahovanie menovej, finančnej a fiškálnej stability je problematické a skúmanie predmetnej otázky je stále aktuálnou témou teórie aj praxe.⁷ Zabezpečiť celkovú hospodársku stabilitu je možné len pri presadzovaní zdravých politík v každej konkrétnej oblasti. V eurozóne zostáva problematickou oblasťou najmä podoba fiškálnej politiky, ktorá je prevažne v kompetencii jednotlivých členských štátov v kombinácii s jednotnou menovou politikou.

Použitá literatúra

1. Barr, D. – Bush, O. – Pienkowski, A. (2014). GDP-linked bonds and sovereign default. Working Paper No. 484. Bank of England.
2. Bernanke, B. (2004). The Great Moderation. Remarks by Governor of the FED at the meetings of the Eastern Economic Association. Washington DC.
3. Dahan, M. (1998). The Fiscal Effects of Monetary Policy. Monetary and Exchange Affairs Department. Working Paper 66. IMF.
4. Blanchard, O. J. - M. W. Watson (1982). „Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets“. NBER Working Paper 0945. National Bureau of Economic Research.
5. Eickmeier, S. – Metiu, N. Prieto, E. (2016). Time-varying volatility, financial intermediation and monetary policy. IWH Discussion Papers No. 19.
6. International Monetary Fund (2018). International Financial Statistics.
7. Issing, O. (2003). „Monetary and financial stability: Is there a trade-off?“ BIS, Speech at the Conference on “Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle”, Bank for International Settlements, Basel, 28-29 March.
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2003/html/sp030329.en.html>
8. Kleiman, G. (2018). The case for GDP growth bonds. Financial Times. January 30..
9. Korte, J. – Steffen, S. (2014). Zero Risk Contagion - Banks' Sovereign Exposure and Sovereign Risk Spillovers. Working Paper. DIW Berlin.
10. Miyajima, K. (2006). How to Evaluate GDP-Linked Warrants: Price and Repayment Capacity. IMF Working Paper. International Capital Markets Department. March.

⁷ V tejto súvislosti sa vytvorila medzinárodná výskumná sieť (Trinity of Stability Research Network) zahrnujúca univerzity a centrálné banky, ktorá skúma otázky vzťahu monetárnej, finančnej a fiškálnej politiky. [<https://www.bundesbank.de/en/bundesbank/research/research-centre/seminars/trinity-webinar-series>]

11. Mishkin, F. (2011). „How Should Central Banks Respond to Asset-Price Bubbles? The 'Lean' versus 'Clean' Debate After the GFC".
<http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2011/jun/pdf/bu-0611-8.pdf>
12. Weidmann, J. (2016). An impossible trinity? The interplay of monetary, financial and fiscal stability. Welcome remarks by President of the Deutsche Bundesbank and Chairman of the Board of Directors of the Bank for International Settlements, at the Bundesbank Spring Conference "Monetary, financial and fiscal stability". Eltville.
13. Weidmann, J. (2017). Monetary policy after the crisis. Text of the IMFS Distinguished Lecture by President of the Deutsche Bundesbank and Chairman of the Board of Directors of the Bank for International Settlements, Frankfurt am Main, 14 September 2017.

Ing. Marián NEMEC, PhD.

Katedra bankovníctva a medzinárodných financií

Národohospodárska fakulta

Ekonomická univerzita v Bratislave

Dolnozemska cesta 1

852 35 Bratislava

nemec.marian@gmail.com