

Investičné bubliny a ich vplyv na vývoj ekonomík

3. časť

Úloha centrálnej banky

Investičné bubliny môžu mať výrazný vplyv na vývoj celej ekonomiky. Preto v otázke, či má centrálna banka zasiahnuť už počas nafukovania bubliny, majú ekonómovia rôzne názory. Na jednej strane sú ekonómovia ako Adam Posen a Timothy Cogley, ktorí považujú pokusy o umelé (riadené) splasnutie bubliny za škodlivé, pretože to podľa nich môže viesť k vzniku finančných kríz a destabilizácii finančného systému. Odporúčajú preto počkať, kým bublina sama splasne a potom sa vysporiadať s následkami prostredníctvom monetárnej a fiškálnej politiky.

Timothy Cogley tvrdí, že centrálna banka nemá dostatok informácií a vedomostí o cenových fundamentoch aktíva na to, aby mohla určiť či sú ceny daného aktíva v bubline alebo nie. Táto nemožnosť identifikácie špekulačných bublín sťažuje rozhodovanie centrálnej banky v otázke proticyklickej politiky.¹

Adam Posen zastáva názor, že centrálna banka by sa mala snažiť o prasknutie bubliny jedine v prípade, keď tieto cenové pohyby aktív priamo ovplyvňujú inflačné a produkčné prognózy. Aj keby centrálna banka zasiahla proti bubline, v jednej tretine prípadov by ich prípadné pozitíva neprevýšili jej negatíva a náklady. Makroekonomické škody vyplývajúce zo splasnutia bubliny sú všeobecne považované za súčasť funkcie štruktúry a stability finančného systému – v modernej ekonomike je to adekvátny bankový dohľad.²

Podobný názor o možných negatívnych vplyvoch prípadných intervencií zo strany centrálnych bánk zastáva aj slovenský ekonóm Vladimír Bačišin, ktorý vo svojom článku

¹COGLEY, T.: *Should the Fed Take Deliberate Steps to Deflate Asset Price Bubbles?*. 1999. [cit. 2011-11-11]. Dostupné na internete: <<http://www.frbsf.org/econsrch/econrev/99-1/42-52.pdf>> s. 43

²POSEN, A.: *Why Central Banks Should Not Burst Bubbles*. 2006. [cit. 2011-11-11]. Dostupné na internete: <<http://iiea.iie.com/publications/wp/wp06-1.pdf>> s. 2

*Ekonomická bublina a politika centrálnej banky*³ uvádza nasledovné argumenty, prečo by menové autority nemali priamo reagovať na zmeny cien finančných aktív:

1. ceny aktív majú v krátkodobom časovom horizonte veľké výkyvy a nemôžu determinovať menovú a úverovú politiku, ktorá je orientovaná na dlhodobý výsledok;
2. v praktickej rovine sa takmer nedá vysvetliť, či zmena cien aktív odráža zmeny v reálnom sektore ekonomiky alebo je to jednoducho špekulačná mánia;
3. dokonca aj keď centrálna banka bude systematicky reagovať na kolísanie cien aktív, jej činnosť povedie k ešte väčšej destabilizácii ekonomiky.

Ekonómovia sa v otázke čo má byť hlavnou úlohou centrálnej banky zhodujú na tom, že by to malo byť udržiavanie cenovej stability – t.j. snažiť sa o nízku a stabilnú infláciu. Tento cieľ je reflektovaný v mandáte, ktorý majú centrálné banky vo väčšine krajín sveta. Cenová stabilita je všeobecne špecifikovaná ako stabilizácia indexu spotrebiteľských cien (CPI). Tieto spotrebiteľské indexy však z definície nepokrývajú vývoj cien aktív, ako napríklad akcií, dlhopisov alebo nehnuteľností. Avšak výkyvy v cenách týchto aktív majú na následný vývoj cenovej hladiny a hospodárskeho rastu výrazný vplyv.

„Alan Greenspan, bývalý predseda amerického Federálneho rezervného systému, má k procesu tlmenia cenových bublín pasívny postoj. Podľa neho by sa centrálna banka mala skôr ako na tlmenie vzniku cenovej bubliny na akciovom trhu zamerať na elimináciu alebo minimalizáciu následkov jej spľasnutia. Podľa Greenspana nie je zrejmé, či by aktívna politika centrálnej banky namierená proti vzniku cenovej bubliny nespôsobila ekonomike väčšie škody, ako jej prirodzené spľasnutie sprevádzané uvoľnenou menovou politikou. Taktiež považuje za iluzórnu predstavu, že by prudké zvýšenie úrokových sadzieb v dobe, keď modely merajúce správnosť ocenenia akciového trhu signalizovali cenovú bublinu, viedlo len k utlmeniu bubliny bez negatívnych dôsledkov na celú ekonomiku.“⁴

Na druhej strane sú ekonómovia ako Nouriel Roubini, Christopher Kent a Philip Lowe, ktorí zastávajú názor, že je potrebné a správne, aby centrálna banka prostredníctvom nástrojov monetárnej politiky zasahovala ešte pred spľasnutím bubliny, čím by utlmila jej rast a po jej spľasnutí by bolo menej negatívnych následkov pre ekonomiku.

³ BAČIŠIN, V.: *Ekonomická bublina a politika centrálnej banky*. 2009. In: *Finančný manažment a controlling v praxi*. [cit. 2011-11-14]. Dostupné na internete: <<http://www.financnymanazment.sk/2009/1-2009-1/Ekonomicka-bublina-a-politika-centralnej-banky/>>

⁴ TREGLER, K.: *Metody měření správnosti ocenění akciových trhů*. 2004. VŠE v Praze, s. 20

Roubini vo svojej práci *Why Central Banks Should Burst Bubbles*⁵ argumentuje tým, že je potrebné, aby centrálna banka reagovala na prudké zmeny v cenách aktív prostredníctvom monetárnej politiky a snažila sa o splasnutie prípadných cenových bublín. Veľké cenové bubliny totiž vedú k nebezpečným ekonomickým a investičným deformáciám. Každá bublina časom splasne, pričom toto splasnutie môže mať vážne dôsledky na vývoj ekonomiky.

Podľa Roubiniho by optimálna menová politika mala reagovať na ceny aktív aj v prípade pochybností o existencii, rozsahu a veľkosti cenovej bubliny. Argumentuje tým, že všetky rozhodnutia centrálnej banky o monetárnej politike so sebou vždy nesú istý stupeň neistoty – neistotu o správnosti použitých dát, parametroch použitého ekonomického modelu alebo neistotu či použité ekonomické premenné sú dôležité pri posudzovaní danej ekonomickej aktivity.

V austrálskej centrálnej banke sa vzťahom medzi cenou akcií a menovou politikou zaoberali Christopher Kent a Philip Lowe.⁶ Centrálna banka by podľa ich názoru mala pri vzniku cenovej bubliny na akomkoľvek významnom trhu aktív okamžite prísť k menovej politike – napríklad zvýšením úrokových sadzieb. Aj keď týmto krokom môže prísť ku krátkodobému podstreleniu inflačného cieľa a k spomaleniu ekonomického rastu, náklady tejto politiky sú podľa Kenta a Loweho relatívne nízke.

Na druhej strane, ak by centrálna banka nechala cenovú bublinu plne rozvinúť, s jej nafukovaním by rovnako narastal output a inflácia. Avšak platí, že každá bublina časom splasne. Čím dlhšie sa bublina nafukuje, tým silnejšia bude kontrakcia po jej splasnutí. Negatívne následky pre ekonomiku nastanú v podobe výrazného dlhodobého poklesu ekonomickej aktivity a inflácie, ktoré môžu viesť až k ohrozeniu stability finančného systému. Keď nastane takáto situácia, môžeme očakávať dlhodobý pokles outputu pod jeho potenciál a oveľa nižšiu infláciu v porovnaní s jej cielenou úrovňou. Okrem včasnej reakcie centrálnej banky na nafukovanie cenovej bubliny prostredníctvom nástrojov a opatrení menovej politiky, je potrebné mať zavedenú vhodnú reguláciu finančného systému a adekvátny dohľad nad finančným trhom.

⁵ ROUBINI, N.: *Why Central Banks Should Burst Bubbles*. 2006. [cit. 2011-11-11]. Dostupné na internete: <<http://www.kailchan.ca/wp-content/uploads/2011/05/Bubbles-and-Monetary-Policy-Roubini-2006.pdf>> s. 87

⁶ KENT, Ch. – LOWE, P.: *Asset-price bubbles and monetary policy*. 1997. [cit. 2011-11-12]. Dostupné na internete: <<http://www-ho.rba.gov.au/publications/rdp/1997/pdf/rdp9709.pdf>> s. 2

Podľa Treglera „V ekonomike s rozvinutým akciovým trhom by centrálna banka pri rozhodovaní o nastavení menovej politiky mala vždy vziať do úvahy aktuálnu situáciu na akciovom trhu. Nejde o to, aby centrálna banka „cielila“ určitú úroveň akciového trhu, ale o to, že pohyby cien akcií môžu mať významný vplyv na správanie firiem a domácností a teda aj na vývoj ekonomiky.“⁷

Pokračovanie.

⁷ TREGLER, K.: *Metody měření správnosti ocenění akciových trhů*. 2004. VŠE v Praze, s. 21