

# Hľadanie optimálneho vzťahu menovej a finančnej stability<sup>1</sup>

Marián NEMEC

## Abstrakt

Ukázalo sa, že ignorovanie vznikania finančnej nestability vo forme bublín v cenách aktív viedlo k vzniku finančnej krízy. Ako alternatíva k predkrízovej paradigme, ktorá videla miesto aktívnej menovej politiky až vo fáze riešenia dôsledkov prasknutia bublín v cenách aktív sa vytvorila alternatíva v podobe postupu „leaning against the wind“, podľa ktorého by centrálné banky mali zasahovať už vo fáze tvorby finančnej nerovnováhy - cenových bublín. Závery viacerých analýz však ukazujú, že priama angažovanosť menovej politiky pri riešení finančnej nerovnováhy pôsobí na vznik pnutia medzi plnením tradičných cieľov makroekonomickej politiky a finančnej stability. V tomto zmysle je pravdepodobne optimálnou stratégiou postup, podľa ktorého by menová politika presadzovala plnenie inflačného cieľa a finančná stabilita bola regulovaná makroprudenciálnou politikou.

Kľúčové slová: menová politika, finančná stabilita.

## 1. Úvod

Pred vypuknutím finančnej krízy bola menová politika prioritne orientovaná na udržiavanie cenovej stability. Podľa prevládajúcej teórie, o ktorú sa opierala aj prax centrálnych bánk, cenová stabilita mala prispievať k celkovej ekonomickej stabilite a tým tiež k stabilite finančnej. Vypuknutie finančnej krízy však podnietilo záujem o podrobnejšie preskúmanie vzťahov menovej a finančnej stability, ako aj možných protirečení, ktoré vznikajú pri snahe o menovú a finančnú stabilizáciu. Pokrízová diskusia poukazovala aj na potrebu zásahov menovej politiky v prípade, že sú zrejmé príznaky tvorby finančnej nerovnováhy. Ukazuje sa však, že menová politika môže pri presadzovaní svojich cieľov finančný sektor destabilizovať. Príspevok je stručným zhrnutím poznatkov, ku ktorým dospeli viaceré analýzy, týkajúce sa vzťahov menovej politiky a finančnej stability.

---

<sup>1</sup> Príspevok bol vypracovaný v rámci riešenia výskumnej úlohy VEGA 1/0326/15 Akcelerácia procesu ekonomického oživenia zo strany finančného sektora – spoločný postup versus individuálne riešenia.

## 2. Definícia menovej a finančnej stability

Menová stabilita je definovaná ako stabilita cien a v praxi centrálnych bánk premietaná do určovania inflačných cieľov na určité obdobie. V tomto smere existuje široký konsenzus a neexistujú prakticky žiadne rozdielne interpretácie tohto pojmu.

Pokiaľ ide o pojem finančná stabilita, situácia je rozdielna, keď existuje mnoho definícií. V súčasnosti sú najčastejšie využívané definície Európskej centrálnej banky a Svetovej banky. ECB definuje finančnú stabilitu ako takú situáciu, za ktorej finančný systém – finanční sprostredkovatelia, trhy a finančná infraštruktúra – je schopný odolávať šokom bez významných porúch vo finančnom sprostredkovaní a zachovaní obvyklej ponuky finančných služieb (ECB, 2015).<sup>2</sup> Definícia Svetovej banky je obširna a popisná, keď sa konštatuje, že existuje mnoho definícií, ktorých spoločným znakom je, že za finančnú stabilitu označujú situácie, v ktorých absentuje skutočnosť, že finančný systém nefunguje. Ďalším znakom je odolnosť finančného systému voči stresom.

Za stabilný sa považuje taký finančný systém, ktorý je schopný

- efektívne alokovať zdroje, rozpoznáť a riadiť finančné riziko, to všetko pri zachovaní miery nezamestnanosti na úrovni prirodzenej nezamestnanosti,
- eliminovať také pohyby relatívnych cien reálnych a finančných aktív, ktoré by ohrozili menovú stabilitu a zamestnanosť.

Ďalej sa konštatuje, že finančný systém je stabilný vtedy, keď odstraňuje vnútornú finančnú nerovnováhu, alebo takú nerovnováhu, ktorá vzniká ako výsledok významných škodlivých alebo nepredvídateľných udalostí. Stabilný finančný systém absorbuje šoky predovšetkým pomocou samoregulujúcich mechanizmov, ktoré zabraňujú tomu, aby škodlivé vplyvy negatívne ovplyvňovali reálnu ekonomiku alebo finančný systém. Finančná stabilita tým, že umožňuje hladký priebeh transakcií v reálnej ekonomike, je najdôležitejším faktorom, ktorý ovplyvňuje ekonomický rast. Podľa výkladu Svetovej banky sa skutočná hodnota finančnej stability výrazne prejaví v období finančnej nestability. Vtedy banky neochotne financujú ziskovo výhodné projekty, ceny aktív sa značne odchyľujú od svojej skutočnej hodnoty a platby v ekonomike meškajú. Finančná nestabilita väčšieho rozsahu vedie k útokom na

---

<sup>2</sup> „The ECB defines financial stability as a condition in which the financial system – intermediaries, markets and market infrastructures – can withstand shocks without major disruption in financial intermediation and in the general supply of financial services.“ - ECB (2015).

banky, k hyperinflácii a ku krachom na burzách. To všetko vážne ohrozuje dôveru k finančnému a ekonomickému systému (World Bank, 2013).

### 3. Vývoj diskusie

Až do roku 2007 bola diskusia k problému angažovania, resp. neangažovania sa menovej politiky v prípade vzniku finančnej nestability (problém tzv. „clean“ versus „lean“ debaty) obvykle zakončovaná v prospech „clean“ prístupu. Jedným z dôvodov bolo aj to, že menová stabilita sa všeobecne pokladala za dôležitú podmienku a v extrémnom prípade dokonca za dostačujúcu podmienku finančnej stability. Z hľadiska dlhodobého vývoja menová a cenová stabilita sa 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).

#### 3.1. „Clean“ prístup

Tzv. clean(ing) prístup bol založený na zásade, že centrálna banka by nemali preventívne zasahovať v prípade nebezpečenstva vzniku finančných bublín. Mali by byť aktívne až po tom, čo dôjde k ich prasknutiu. Táto pozícia bola presadzovaná najmä bývalým šéfom Federálneho rezervného systému A. Greenspanom. Argumentovalo sa hlavne tým, že samotné rozpoznanie vzniku finančných bublín je problematické a že krátkodobé úrokové sadzby sú neefektívnym, resp. príliš hrubým, resp. neúčinným nástrojom potierania určitej bubliny v oblasti cien aktív (tzn. nehnuteľností a akcií). Okrem toho, keby centrálna banka zasahovala do vývoja cien aktív, stala by sa jedným z účastníkov trhu, čo sa spájalo s morálnym hazardom. Hlavným argumentom tohto prístupu však bolo, že náklady tohto postupu sú omnoho nižšie ako v prípade alternatívneho postupu založeného na aktívnej politike (tzv. politike „leaning against the wind“).

#### 3.2. „Leaning against the wind“ prístup

Naopak, zástancovia aktívnej monetárnej politiky, ktorá je zameraná na prevenciu, resp. potláčanie finančných rizík, argumentujú tým, že centrálna banka musia starostlivo monitorovať vývoj vo finančnom sektore a preventívne zasahovať pri potláčaní finančných nerovnováh napr. pri vzniku bublín v oblasti cien aktív. Podľa názoru zástancov tohto postupu krátkodobé úrokové sadzby ako hlavný nástroj menovej politiky môže spomaliť rast týchto

bublín, a tým tiež znížiť pravdepodobnosť ich prasknutia, resp. - ak ku prasknutiu dôjde – znížiť nepriaznivé dôsledky tejto skutočnosti na ekonomiku. Konštatujú, že v prípade, že centrálna banka nezasiahne preventívne, ale zameriava sa na následné riešenie problémov, ako je tomu v prípade postupu podľa „cleaning“ prístupu, znižovanie krátkodobých úrokových sadzieb je neúčinné vzhľadom na to, že dôjde k narazeniu na bariéru nulovej hranice.

### 3.3. Konfrontácia po vypuknutí krízy

Kontraverzie medzi zástancami jedného i druhého prístupu boli bežné už v predkrízovom období, prevahu však nadobudli zástancovia „cleaning“ prístupu, čo sa prejavilo aj v konkrétnej podobe menovej politiky najmä v USA, ale aj v ďalších krajinách, resp. zoskupeniach krajín. Ukázalo sa však, že táto stratégia je spojená s dvomi veľkými problémami:

- Prasknutie realitnej bubliny v roku 2007 ukázalo, že ekonomické náklady finančnej krízy môžu byť vysoké a môžu pretrvávajúť dlhé obdobie. Napriek bezprecedentným opatreniam centrálnych bánk, ktoré nasledovali po vypuknutí finančnej krízy, nepodarilo sa zabrániť prudkému poklesu hospodárstva (Woodford, 2012) a doteraz – po mnohých rokoch od začiatku krízy – v mnohých krajinách problémy pretrvávajú.

- Napriek tomu, že v prvých rokoch druhého tisícročia sa centrálnym bankám podarilo udržiavať nízku a stabilnú infláciu spotrebiteľských cien, súčasne sa inflácia v oblasti cien aktív formovala do podoby výraznej cenovej bubliny, ktorej prasknutie vyústilo do vzniku hospodárskej krízy.

Podľa niektorých autorov (De Grauwe and Gros, 2009) takáto situácia môže nastať vtedy, keď je ekonomika vystavená technologickému šoku, alebo keď je správanie investorov ovplyvnené príliš optimistickým presvedčením o efektívnosti finančných trhov. V takom prípade je potrebné aplikovať aktívnu menovú politiku, ktorá môže preventívne zabrániť vzniku krízovej situácie. Tento prístup nadobúda v diskusiách čoraz väčší význam, avšak objavujú sa rôzne názory na to, ako by centrálna banka mala postupovať.

Existujú názory, že vzniku nadmerného rizika by malo zabrániť primerané zvyšovanie úrokových sadzieb, čo by bránilo rastu bublín v oblasti cien aktív ( Rudebusch, 2005).

Ukazuje sa však, že aj uplatnenie stratégie „leaning against the wind“ nezabráni vzniku napätia medzi makroekonomickou a finančnou stabilitou. Podľa Tinbergenovho pravidla je potrebné pre dosiahnutie každého ekonomického cieľa použiť minimálne jeden hospodársko-politický nástroj. Ak je viac cieľov ako nástrojov, potom niektoré ciele nie je možné dosiahnuť. Čiže aj spoliehanie sa na to, že makroekonomickú i finančnú stabilitu možno dosiahnuť pomocou jediného nástroja – 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 politiky s cieľom podporiť finančnú stabilitu môže dôjsť k tomu, že sprísňovanie menovej politiky v období stagnácie ekonomiky môže viesť k jej prehĺbeniu (Mishkin, 2011, De Nicolo et al., 2010). Podľa niektorých autorov ešte v predkrízového obdobia (Issing, 2003) sa nekompatibilita inflačného cieľa a cieľa finančnej stability sa môže prejavovať najmä v krátkodobom horizonte.

Vo všeobecnosti možno identifikovať tri prípady vzniku protirečenia medzi menovou a finančnou stabilitou (King, 2012):

- Príliš optimistické očakávania domácností, firiem a finančných inštitúcií ohľadom budúcich príjmov, v dôsledku čoho dochádza nadmernému a v dôsledku toho neudržateľnému rastu výdavkov a úrovne zadlženia. Optimistické očakávania pritom nemusia byť prejavom iracionálneho správania, ale obvykle vznikajú ako dôsledok rozhodovania v prostredí neistoty. Obvykle tieto ekonomické subjekty extrapolujú minulý vývoj do budúcnosti, a to ako v oblasti cien, tak aj v oblasti príjmov. Ak je centrálna banka schopná tieto očakávania správne zhodnotiť, môže sa pokúsiť ich korigovať opatreniami menovej politiky. To však môže vyvolať napätie medzi cieľom stabilizovať finančný systém a inflačným cieľom.

- Druhý prípad súvisí s tzv. cyklom dôvery (cycle of confidence – termín zavedený Masaaki Shirakawom, guvernérom Bank of Japan). Tento prístup je založený na predpoklade, že úspech plodí sebadôveru a sebauspokojenie, nasleduje strata ostražitosti a krach. Tento prístup vychádza z hypotézy finančnej nestability (Minski, 1982), podľa ktorej obdobie stability povzbudzuje neopatrnosť na úverových trhoch a následnú nestabilitu. Mechanizmus prehnanej (seba)dôvery je riadený sentimentom, a má samoposilujúcu dynamiku. V dobrých časoch sa výnosy zvyšujú a zvyšujúci sa dopyt pomáha zvyšovať ceny aktív, keďže optimistickí investori môžu získať finančné prostriedky na výhodných podmienok. Môže ale dôjsť k zvratu, keď zlé správy môžu spustiť proces spätného chodu s kolapsom cien aktív.

Táto situácia sa postupne vyvíjala pred vypuknutím finančnej krízy, keď sa v teórii a následne i v praxi udomácnil termín „great moderation“, ktorý označoval situáciu relatívne vysokého a stabilného hospodárskeho rastu a nízkej a relatívne stabilnej inflácie v svetovej ekonomike (Bernanke, 2004, Summers, 2004). Výhrady viacerých ekonómov k takémuto hodnoteniu a poukazovanie na to, že stav svetovej ekonomiky je krehký sa nebrali do úvahy a situácia nakoniec dospela k celosvetovej finančnej kríze. Ako reakcia na tento vývoj vznikol prístup, ktorý je založený na tom, že opakom termínu krehkosť nie je robustnosť, sila, ale „antikrehkosť“ (antifragility). Tento prístup je založený na zásade, že základom pre riešenie podobných situácií je prispôsobenie sa volatilitate ekonomiky tým, že si ekonomické subjekty cieľavedome zvykajú na otrasy a prekvapenia, čo môže zlepšiť spôsob, akým tieto subjekty reagujú na rizikové situácie (Taleb, 2013).

- Tretí prípad sa týka takzvaného rizikového kanála menovej politiky.<sup>3</sup> Tento kanál transmisného mechanizmu menovej politiky prenáša, podobne ako iné kanály, impulzy menovej politiky do ekonomiky. Tento mechanizmus je za normálnych okolností (tzn. vtedy, keď chápanie rizika je korektné) neškodný a je regulovaný a stabilizovaný inštitucionálnymi charakteristikami finančného systému. Za určitých okolností však môžu byť stabilizačné mechanizmy menej efektívne, vyššia úroveň akceptácie rizika môže prerásť do nadmernej akceptácie, a v prípade, že odolnosť finančného systému (prudenciálna politika, ale aj menová politika) je nízka, situácia môže prerásť do finančnej nerovnováhy. Môže to mať za následok stagnujúci output, nežiaducu dezinfláciu, ktorá môže prerásť do deflácie, a nakoniec do finančnej a hospodárskej krízy (Borio a Zhu, 2008).

Konkrétny mechanizmus fungovania tohto kanála menovej politiky môže fungovať napr. tak, že finančné inštitúcie s dlhodobými záväzkami (napr. penzijné fondy a poisťovne), sa snažia, aby ich výnosy boli stále na úrovni, ktorú sľúbili dosiahnuť pri vzniku záväzku. Keď sú v ekonomike úrokové sadzby vysoké, môžu investovať do bezpečných aktív a generovať potrebné výnosy. Keď sú však úrokové sadzby nízke, spomenuté finančné inštitúcie sú nútené investovať do rizikovejších aktív, aby aj naďalej mohli plniť svoje cieľové výnosy. To má za výsledok tendenciu znižovania rizikových prémie a cien pôžičiek.

---

<sup>3</sup> Termín zaviedli Borio a Zhu (2008).

Možno zhrnúť, že podľa teórie rizikového kanála, udržiavanie úrokovej sadzby centrálnej banky dlhší čas na nízkej úrovni zvyšuje finančné riziko prostredníctvom vyšších stimulov v smere hľadania čo najvyšších výnosov (Borio - Zhu, 2012, Rajan, 2005). Okrem toho, nízke úrokové sadzby zvyšujú firmám úrokové rozpätie, čo podmieňuje ich hodnotu, a tým aj ich leverage a rizikovú expozíciu. Dôveryhodná a predvídateľná menová politika môže paradoxne 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 úverov a podnecujú zvyšovanie ich objemu, čo zvyšuje nebezpečenstvo finančnej nestability.

Po vypuknutí krízy zasiahli centrálné banky do ekonomiky bezprecedentným spôsobom v snahe obnoviť v ekonomike situáciu s dostatkom peňazí na financovanie ekonomických transakcií. Napriek týmto nekonvenčným opatreniam centrálnych bánk ktoré nasledovali po vypuknutí finančnej krízy, nepodarilo sa zabrániť prudkému poklesu hospodárstva a doteraz nedošlo k obnoveniu stability svetového finančného systému.

Posudzuje sa tiež vhodnosť jednotlivých režimov menovej politiky, najmä režimu inflačného cielenia, ktorému sa vyčítalo, že úzke zameranie tohto režimu na cieľ v oblasti spotrebiteľských cien, umožnilo rast inflačnej bubliny v oblasti cien aktív, prasknutie ktorej bolo spúšťacím mechanizmom pre vznik krízy. Eventuálny prechod menovej politiky k cieľom aj v oblasti cien aktív sa však ukazuje ako nepriechodný, a to aj z dôvodu správnosti tradičných námietok centrálnych bankárov pred krízou. Napriek tomu sa však uvažuje o určitej modifikácii podoby režimu inflačného cielenia, napr. v smere cielenia, resp. kontroly nárastu cenovej hladiny namiesto cielenia inflácie v jednotlivých rokoch (Woodford, 2012). V tomto smere by menová politika mohla výraznejšie prispievať k finančnej stabilite, ako v období do vzniku krízy.

### **3. Záver**

Vývoj pred krízou ukázal, že ignorovanie vznikania finančnej nestability vo forme bublín v cenách aktív viedlo k vzniku samotnej krízy. Ako alternatíva k predkrízovej paradigme, ktorá videla miesto aktívnej menovej politiky až vo fáze riešenia dôsledkov prasknutia bublín v cenách aktív sa vytvorila alternatíva v podobe postupu „leaning against the wind“, podľa

ktorého by centrálné banky mali zasahovať už vo fáze tvorby finančnej nerovnováhy - cenových bublín.

Záverov viacerých analýz<sup>4</sup> však ukazujú, že priama angažovanosť menovej politiky pri riešení finančnej nerovnováhy pôsobí na vznik pnutia medzi plnením tradičných cieľov makroekonomickej politiky a finančnej stability. V lepšom prípade tento postup môže viesť k potlačeniu finančných rizík, na druhej strane však pravdepodobne dôjde k neplneniu makroekonomických cieľov. V horšom prípade môže spôsobiť problémy ako v oblasti menovo-politických cieľov, tak aj cieľa finančnej stability. Potvrdzuje sa tak správnosť Tinbergenovho pravidla, podľa ktorého je pre dosiahnutie každého ekonomického cieľa potrebné použiť minimálne jeden hospodársko-politický nástroj. V tomto zmysle by menová politika mala presadzovať plnenie inflačného cieľa a finančná stabilita bude pravdepodobne najefektívnejšie regulovaná novovzniknutou makroprudenciálnou politikou.

## Literatúra

1. Bernanke, B. (2004). „The Great Moderation“. Remarks by Governor of the FED at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, February 20. <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2004/20040220/default.htm>
2. Blanchard, O. J. - M. W. Watson (1982). „Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets“. NBER Working Paper 0945. National Bureau of Economic Research.
3. Borio, C. - H. Zhu (2008), “Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?” BIS Working Paper 268.
4. Cecchetti, S. G.- H. Genberg - J. Lipsky (2000). „Asset Prices and Central Bank Policy“. Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies.
5. De Grauwe, P. - D. Gros (2009). A New Two-Pillar Strategy for the ECB. CESifo Working Paper Series 2818. CESifo Group Munich.
6. De Nicrolo, G. - G. Dell'Araccia - L. Laeven - F. Valencia (2010). „Monetary Policy and Bank Risk Taking“. SSRN Scholarly Paper ID 1654582. Rochester, NY: Social Science Research Network.

---

<sup>4</sup> Blanchard-Watson (1982, Cecchetti-Genberg-Lipsky (2000), Filardo (2004), King (2012), Mishkin (2011) a i. Vedecký časopis FINANČNÉ TRHY, Bratislava, Derivat 2015, ISSN 1336-5711, 4/2015



7. ECB (2015). „Financial stability review“, European central bank, Eurosystem, November.  
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201511.en.pdf?24cc5509b94b997f161b841fa57d5eca>
8. Filardo, A. (2004). „Monetary policy and asset price bubbles: calibrating the monetary policy trade-offs. BIS Working Paper 155. Bank for International Settlements.
9. 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>
10. King, M. (2012). „Twenty years of inflation targeting“. The Stamp Memorial Lecture by Governor of the Bank of England, London School of Economics, London, 9 October 2012
11. Minsky, H., (1982), “The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy” in Charles Kindleberger and Jean-Pierre Laffargue (eds.), Financial Crises. Cambridge University Press: Cambridge.
12. 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>
13. Rajan, R. G. (2005). „Has Financial Development Made the World Riskier?“ Working Paper 11728. National Bureau of Economic Research.
14. Rudebusch, G. D. (2005). „Monetary policy and asset price bubbles“. FRBSF Economic Letter.
15. Summers, P. (2004). „What caused the great moderation? Some cross-country evidence.“ <https://www.kansascityfed.org/publicat/econrev/pdf/3q05summ.pdf>
16. Taleb, N. (2013). “Antifragile: Things That Gain from Disorder” . Random House & Penguin.
17. Woodford, M. (2012). Inflation Targeting and Financial Stability. NBER Working Paper 17967. National Bureau of Economic Research.
18. World Bank (2013). „Global Financial Development Report“. <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTGLOBALFINREPORT/0,,contentMDK:23268766~pagePK:64168182~piPK:64168060~theSitePK:8816097,00.html>