

Môže byť spolupráca v oblasti menovej politiky pre krajinu kontraproduktívna?

Monika Kelemenová¹

¹ Ekonomická univerzita v Bratislave, Národohospodárska fakulta, Dolnozemska cesta 1, 852 35 Bratislava, email: monika.kelemenova@euba.sk

Grant: VEGA 1/0613/12

Název grantu: VEGA, Intenzita vzťahov medzi finančným sektorom a reálnou ekonomikou ako zdroj ekonomického rastu SR v postkrízovom období.

Oborové zamčrenie: Ekonomia

© GRANT Journal, MAGNANIMITAS Assn.

Abstrakt V médiách sa stále „živí“ téza, že členstvo krajiny v eurozóne musí byť pre ekonomické subjekty celkovo výhodné. Z dlhodobého hľadiska je však eurozóna podľa niektorých odborníkov neudržateľná a ukazuje sa to už dnes, kedy rozdielne politiky, sociálne podmienky, ekonomika a ľudská mentalita nedokázali konvergovať tak, ako to naplánovali európski politici. Niektorí ekonómovia tvrdia, že vstup krajiny do eurozóny je zlý a vyplývajú z neho výhodné podmienky len z krátkodobého hľadiska. Z uvedených dôvodov zanalyzujeme vplyvy integrácie krajín nielen z krátkodobého ale aj dlhodobého hľadiska. Teoretické výstupy budú podložené praktickým modelom, ktorý v závere potvrdí alebo vyvráti našu hypotézu.

Kľúčové slová menová integrácia, model dvoch krajín, menové šoky

1. ÚVOD

Európska únia prešla počas svojej existencie zložitým a turbulentným vývojom plným úspechov, ale aj neúspechov z dosiahnutých výsledkov. Tento finančný systém prekonáva aktuálne krízu, na trhoch dominuje vysoká volatilita a nedostatok likvidity. Vďaka deregulácii bankovníctva sú na trhu využívané zložité štruktúrované finančné produkty, ktorých hodnota tvorí aj niekoľkonásobok hodnoty ročného svetového HDP. Vyspelé štáty čelia vysokej nezamestnanosti a prudkému prepadu hospodárskeho rastu, čo spôsobuje nárast dlhu. Celkový pokles životnej úrovne je zapríčinený finančnou krízou, ktorá vyvrcholila v roku 2007 v Spojených štátoch amerických. Postupne sa rozšírila do celého sveta a transformovala sa na globálnu hospodársku krízu.

Sumarizáciou týchto vstupov sme dospeli k potrebe zamerať sa v práci na pozitívne a negatívne stránky menovej spolupráce štátov Eurozóny. Zhodnotiť a poukázať na jej aktuálne problémy a v závere práce načrtnúť jej ďalšie ekonomické smerovanie.

2. RIADENIE A STRATÉGIE MENOVEJ POLITIKY EMÚ

2.1 Nastavenie systému

Vstupom do EMÚ sa jednotlivé účastnícke štáty vzdávajú svojej menovej suverenity. Zodpovednosť za jednotnú menovú politiku je prevzatá Európskym systémom centrálnych bánk. Ten pozostáva z Európskej centrálnej banky, centrálnych bánk krajín eurozóny ako aj zvyšných centrálnych bánk EÚ, no tie majú len obmedzené právomoci a povinnosti. Inštitúcie EMU a ich riadiace orgány sú nezávislé od politických autorít, inštitúcií Európskej únie, vlád členských štátov a iných orgánov. Centrálna banka konajú v súlade s pokynmi ECB, sú zbavené individuálnej zodpovednosti za menovú politiku a ich úloha je obmedzená na zabezpečovanie operatívnych úloh systému.¹

Kolektívnym orgánom menovej politiky je Eurosystem, ktorý zodpovedá ako celok za formovanie, realizáciu ako aj výsledky jednotnej menovej politiky, a nie iba Európska centrálna banka samostatne.

Z tejto formulácie vyplývajú aj jeho funkcie, resp. úlohy. Podľa Kotlebovej sú to predovšetkým nasledujúce funkcie²:

- „uskutočňuje menovú politiku, ktorá bola prijatá Radou guvernérov ECB,
- uskutočňuje devízové operácie,
- drží a spravuje oficiálne devízové rezervy krajín eurozóny,
- podporuje plynulé fungovanie platobných systémov v eurozóne,
- poskytuje konzultácie zákonodarným orgánom v oblasti finančného dohľadu a
- vypracúva menovú a bankovú štatistiku.“

Základným cieľom Európskej centrálnej banky i jednotnej menovej politiky HMÚ v Európe je dosiahnuť cenovú stabilitu. Otázne je, či práve cesta menovej integrácie dopomôže k naplneniu tohto primárneho cieľa.

¹ Jankovská A. a kol.: *Medzinárodné financie*. 2003. s. 377

² Kotlebová, J.: Menová politika – stratégie, inštitúcie a nástroje. 2007. s. 132

2.2 Analýza ekonomických dopadov menovej integrácie – prínosy integrácie³

V nasledujúcej podkapitole si na základe preštudovaných zdrojov a teoretickej základne zhrnieme a vysvetlíme najdôležitejšie a najčastejšie uvádzané silné a slabé stránky menovej integrácie. Následne sa pozrieme na menovú integráciu z druhej strany, a teda zanalyzujeme vplyv menovej integrácie na ekonomické ukazovatele krajiny, konkrétne na Slovenskú republiku prostredníctvom modelu dvoch krajín.

➤ Pokles transakčných nákladov

Prijatím jednotnej meny zaniká potreba konverzie mien jednotlivých členských štátov. Dochádza tak k zníženiu transakčných nákladov, čo predstavuje značnú výhodu pre podniky obchodujúce s eurozónou. V súvislosti s touto výhodou je nutné upozorniť na skutočnosť, že úspora získaná zavedením spoločnej meny nebude rovnaká vo všetkých krajinách. Prínosy z eliminácie transakčných nákladov rastú v závislosti od objemu a frekvencie použitia danej národnej meny ako medzinárodnej platobnej jednotky, otvorenosti ekonomiky, efektívnosti zmenárenských služieb a na variabilite menového kurzu národnej meny.

➤ Zrýchlenie ekonomického rastu

Zavedenie jednotnej meny ako kumulatívny efekt zníženia transakčných nákladov, odstránenia kurzového rizika voči euru, zníženia rizikovej prémie a úrokových sadzieb, ako aj následného zvýšenia zahraničného obchodu a priamych zahraničných investícií by malo viesť aj k zrýchleniu ekonomického rastu a tým aj k zrýchleniu procesu konvergenie k priemeru EÚ.

➤ Zvýšenie menovej stability

Integrácia do menovej únie vedie v súvislosti s odstránením kurzových výkyvov aj k zvýšeniu menovej stability a stability finančných trhov. Je však potrebné poukázať na 2 skutočnosti. Po prvé, že vytvorenie menovej únie odstraňuje len variabilitu nominálnych kurzov, vývoj reálneho kurzu je ovplyvnený len čiastočne, pričom má vplyv na investičné a dlhodobé obchodné rozhodnutia. Po druhé, že i napriek uvedeným pozitívam nie je vstup do menovej únie garanciou ekonomickej stability a treba ho chápať skôr ako ďalší krok v procese európskej integrácie.

➤ Zvýšenie obchodnej výmeny

Zníženie transakčných nákladov umožní spoločne s ďalšími prínosmi menovej integrácie zvýšiť obchodnú výmenu, t. j. podiel členských štátov na vzájomnom exporte a importe. Priekopníkom v tejto oblasti je A. Rose, ktorý odhadol, že v dôsledku členstva v menovej únii dochádza v porovnaní s krajinami mimo menovej únie k nárastu vzájomného obchodu až o 100 % (tzv. Roseov efekt).

➤ Rast priamych zahraničných investícií a zamestnanosti

Začlenením do menovej únie sa očakáva i zvýšenie prílevu PZI. Prvoradou podmienkou pre investorov je však skôr stabilné a prehľadné podnikateľské prostredie než používanie jednotnej

meny. Pokiaľ ide o rast zamestnanosti, treba zohľadniť fakt, že hoci na jednej strane budú do nových členských štátov prúdiť zahraničné investície vytvárajúce pracovné miesta, na druhej strane môže v dôsledku postupného zdražovania pracovnej sily dochádzať k odchodu niektorých investorov, najmä zameraných na lacnú veľkovýrobu s nízkou mierou pridanej hodnoty, do lacnejších krajín. Aj z tohto dôvodu je nevyhnutné podporovať vytváranie iných investičných stimulov, než je lacná pracovná sila.

➤ Zvýšenie kredibility a pokles úrokových sadzieb

Vstup do menovej únie by mal vyriešiť problém kredibility menových autorít a tak eliminovať potenciálny sklon k inflácii. Výhoda poklesu úrokových sadzieb sa týka predovšetkým krajín s vyšším úrokovým diferenciálom.

➤ Transparentnosť cien

Zavedenie jednotnej meny prináša veľké zjednodušenie v podobe zvýšenej cenovej transparentnosti. K porovnaniu cien rovnakého typu výrobkov už spotrebiteľ nemusí poznať hodnotu menového kurzu. Porovnávanie cien sa tak stáva výrazne jednoduchším.

2.3 Analýza ekonomických dopadov menovej integrácie – slabé stránky integrácie⁴

➤ Reakcia na asymetrické šoky

Jednotná menová politika môže síce zareagovať na poruchy cyklického charakteru, no pravdepodobne len vtedy, ak sa určitý problém vyskytne na úrovni celej menovej únie, teda v prípade symetrického šoku. Keď však bude jednotná menová oblasť čeliť periodickým asymetrickým šokom, ktoré zasiahnu rôzne členské štáty odlišným spôsobom a narušia ich rovnováhu, jednotná menová politika sa môže ukázať ako nevhodná.

➤ Heterogénnosť členských štátov eurozóny

Dosiahla sa síce jednotná menová politika, ale každý štát vedie svoju vlastnú rozpočtovú politiku. Z makroekonomického pohľadu je lepšie mať obidve politiky jednotné. Aj preto je snaha o čo najväčšiu koordináciu rozpočtových politik. Na jednej strane sa tak eliminuje riziko výrazných deficitov na stabilitu spoločnej meny a na druhej strane sa znižuje rozpočtová rôznorodosť.

➤ Strata samostatnej menovej a kurzovej politiky

Strata kľúčových nástrojov hospodárskej politiky, ako sú úrokové sadzby a menový kurz.

➤ Reakcie ekonomík členských štátov na zmenu kurzu spoločnej meny

V dôsledku rozličnej kurzovej elasticity exportu a importu môžu mať zmeny kurzu eura rozdielny dopad na platobné bilancie jednotlivých ekonomík. Rovnaký problém môžu vyvolať i zmeny úrokových mier, ktoré budú odlišne vplyvať na platobné bilancie veriteľských krajín na jednej strane a dlžníckych krajín na strane druhej. A napokon nemožno opomenúť ani nezanedbateľné (i keď

³ Spracované podľa Šikulová, I.: Konvergencia v procese európskej menovej integrácie. [cit.2012-04-28]. Dostupné na internete: <<http://www.ekonom.sav.sk/uploads/projects/Sikulova01.pdf>>, Lacina, L. a kol.: Měnová integrace, Náklady a přínosy členství v měnové unii. 2007.s. 71-101

⁴ Spracované podľa Šikulová, I.: Konvergencia v procese európskej menovej integrácie. [cit.2012-04-28]. Dostupné na internete: <<http://www.ekonom.sav.sk/uploads/projects/Sikulova01.pdf>>, Lacina, L. a kol.: Měnová integrace, Náklady a přínosy členství v měnové unii. 2007.s. 71-101

jednorazové) náklady spojené s technickou stránkou prechodu na jednotnú menu.

3. ANALÝZA MENOVEJ SPOLUPRÁCE – MODEL 2 KRAJÍN K. ROGOFFA⁵

3.1 Teoretické východiská, hypotéza

Ako prví analyzovali strategické interakcie dvoch /alebo viacerých/ krajín v rámci menovej politiky Cooper a Hamada. Analýzy však nezahŕňali racionálne očakávania. Programom na zvýšenie koordinácie centrálnych bánk v oblasti zamestnanosti a miery inflácie sa všeobecne venuje značná pozornosť. Bohužiaľ, väčšina analýz sa zameriava na spoluprácu pri vyrovnávaní nepredvídaných porúch, zmien a venujú menšiu pozornosť problému systematického udržania nízkej miery inflácie. Snahou práce je poskytnúť jednoduchý makroekonomický rámec, ktorý skúma oba problémy a poukazuje na to, že v rámci spolupráce centrálnych bánk jednotlivých štátov môže dôjsť k zhoršeniu dôveryhodnosti súkromného sektora voči centrálnym bankám. Na vývoj parametrov sa teda pozrieme z dlhodobého hľadiska.

Základná ekonomická hypotéza, z ktorej budeme vychádzať: Nárast spolupráce v oblasti menovej politiky neznamená automaticky nárast bohatstva v jednej z nich, resp. v oboch.

Každá centrálna banka sa snaží minimalizovať funkciu spoločenskej straty, ktorá závisí od odchýlok skutočnej zamestnanosti a inflácie od ich optimálnej /spoločensky žiaducej/ hodnoty.

$$A_t = (n_t - \bar{n})^2 + \chi(\pi_{It} - \bar{\pi}_I)^2,$$

$$A_t^* = (n_t^* - \bar{n}^*)^2 + \chi(\pi_{It}^* - \bar{\pi}_I^*)^2,$$

$$\pi_{It} = (P_I)_t - (P_I)_{t-1},$$

Predpoklad: optimálna hodnota zamestnanosti > reálna zamestnanosť

Faktor, ktoré zvyšuje zamestnanosť k optimálnej hodnote je napríklad nízka daň z príjmov, ktorá je však dvojsečnou zbraňou pri porovnaní hraničného produktu jednotlivca a spoločnosti. Kým jednotlivec pri hodine nadčasu získa iba nepatrný podiel, z pohľadu spoločnosti sa mu opláti nepracovať hodinu navyše ale aj tak profitovať z práce navyše ostatných pri prerozdelení daní. Samozrejme, že menové orgány nesmú systematicky zvyšovať úroveň zamestnanosti. V rovnováhe je základná nominálna mzdová sadzba stanovená na dostatočne vysokej úrovni tak, aby v prípade ak nenastane zmena, poruchy centrálna banka umelo nenavyšovala ponuku peňazí s cieľom prekročenia optimálnej úrovne zamestnanosti. Za touto úrovňou by sa inflácia zvyšovala.

Je zjavné, že v prípade odstránenia výkyvov trhu práce od optima pri nízkych nákladoch nie je problém. Ak by bolo možné predvídať všetky typy výkyvov trhu zamestnanosti, bolo by možné dosiahnuť optimálnu úroveň zamestnanosti pri optimálnej úrovni inflácie.

Transmisia šokov zahraničnej ekonomiky však ovplyvňuje domácu ekonomiku a nezávislá centrálna banka môže na tieto šoky reagovať autonómnou menovou politikou. Ak by však obe krajiny patrili do menovej únie, posudzoval by sa vplyv šokov komplexnejšie.

3.2 Konštrukcia modelu – model dvoch krajín

Model umožňuje sledovať vplyv exogénnych šokov a posúdiť ich relatívny účinok na domácu aj zahraničnú ekonomiku. Jedná sa o model dynamickej /v čase/ stochastickej /šoky/ všeobecnej rovnováhy.

Model môže pracovať v dvoch režimoch:

- V režime menovej únie s jednotnou menovou politikou
- V režime plávajúceho výmenného kurzu a autonómnou menovou politikou v oboch krajinách

Tovar v domácej a zahraničnej krajine sa líši, tovary v rámci krajiny sú rovnaké. Keď do rovnice 1 dosadíme endogénne premenné dostaneme nasledujúci vzťah. Kľúčový vo vzťahu dvoch krajín je reálny výmenný kurz lebo mzdy sú indexované do inflácie /CPI/, ktorá zohľadňuje zahraničné tovary.

$$A_t = [z_t/\alpha + \gamma(p_t - \bar{w}_t) - \tau q_t - (\bar{n} - \bar{n})]^2 + \chi[p_t - p_{t-1} + 0.5(q_t - q_{t-1}) - \bar{\pi}_I]^2,$$

$$A_t^* = [z_t/\alpha + \gamma(p_t^* - \bar{w}_t^*) + \tau q_t - (\bar{n}^* - \bar{n}^*)]^2 + \chi[p_t^* - p_{t-1}^* - 0.5(q_t - q_{t-1}) - \bar{\pi}_I^*]^2,$$

Prvá časť rovnice zobrazuje rozptyl reálnej zamestnanosti v krajine od požadovanej hodnoty. Závisí od ponukových šokov, neočakávaných zmien reálnej mzdy a rozdielom medzi cieľom spoločenskej zamestnanosti a zamestnanosti zo strany súkromného sektora. Druhá časť rovnice zobrazuje rozptyl reálnej inflácie v krajine od požadovanej hodnoty.

Dopyt po tovaroch jednotlivých krajín je klesajúcou funkciou cien tovarov a reálnej úrokovej sadzby a rastúcou funkciou reálneho príjmu doma aj v zahraničí.

$$y_d = \eta q - \delta(1 - 2\Delta)\{r - E_t[p_{It+1}] + p_{It}\} + \Delta(p + y - p_I) + \Delta(p^* + y^* - p_I^*) + u(1 - 2\Delta) + x,$$

K uvedeným vzťahom sme dospeli linalizáciou modelu. Teda z nelineárnych funkcií sme ich úpravou získali modifikovaný tvar funkčnej formy.

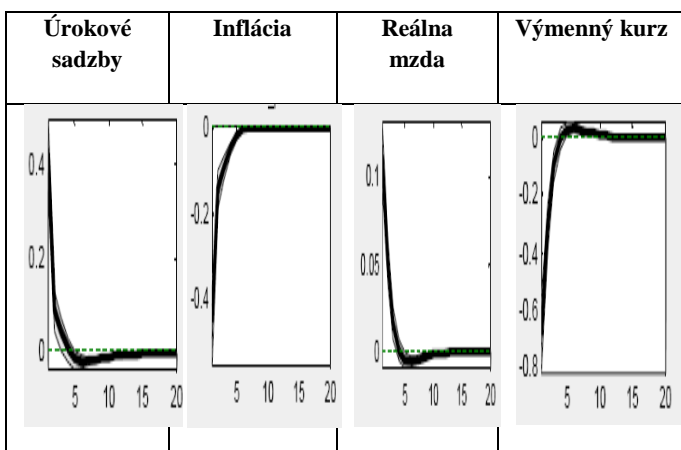
5 Spracované podľa ROGOFF, K. Can international Monetary policy cooperation be nontrproductive? In: Journal of International Economics. Washington DC: Elsevier Sciences Publisher B.V. 1996. p. 199 – 217.

3.3 Testovanie modelu - modelové simulácie

Prostredníctvom panelovej regresie /regresia kombinácie prierezných a časových údajov/ overíme základnú ekonomickú hypotézu reakciu vybraných modelových premenných na menové šoky. Tie sú simulované v dvoch rôznych režimoch menovej politiky – nezávislá a závislá menová politika. Horizontálna os znázorňuje čas v štvrtrokoch a vertikálna os percentuálne odchýlky od rovnovážnej úrovne jednotlivých premenných.

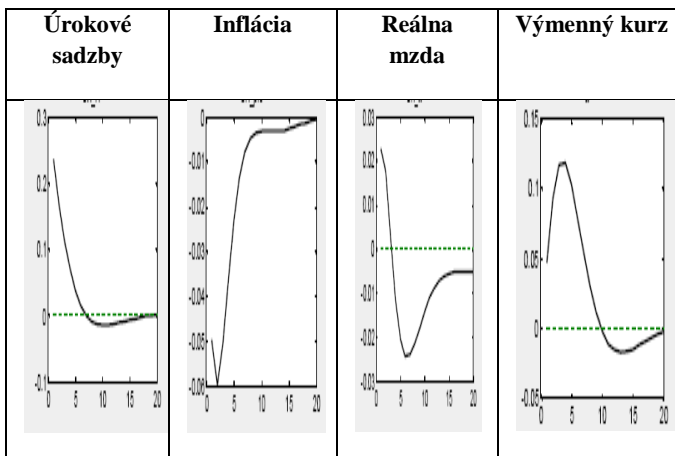
A Menový šok – autonómna menová politika

Menový šok je implementovaný ako jednorazový neočakávaný nárast úrokových sadzieb o 25 základných bodov v jednom štvrtroku. Po úvodnom sprísnení menovej politiky sa sadzby postupne približne počas jedného roka vracajú k svojej rovnovážnej úrovni. Zmena úrokových sadzieb výrazne ovplyvní výmenný kurz, ktorý má tendenciu posilniť. Zhoršenie našej konkurencieschopnosti spôsobuje pokles exportnej výkonnosti. Výsledkom je spomalenie rastu HDP, a teda pokles zamestnanosti. Sprísnením sa domáca inflácia znižuje o cca. 0,3 p.b. Pri nepružnosti nominálnych miezd to vedie k dočasnému zvýšeniu reálnych miezd nad rovnovážnu úroveň.



B Menový šok – závislá menová politika

Zatiaľ čo v predchádzajúcej sérii bola sprísnená menová politika len pre domácu ekonomiku, v režime závislej menovej politiky dvoch krajín je menový šok implementovaný ako jednorazové sprísnenie menovej politiky o 25 základných bodov pre menovú úniu ako celok. V uvedenom prípade dochádza k nižšiemu spomaleniu rastu ekonomiky a slabšej reakcie výmenných relácií na obchodné bilancie. Inflácia poklesla o 0,05 p.b.



4 ZÁVER

Režim nezávislej menovej politiky môže viesť k vyššej úrovni inflácie, ako pri závislosti menových politik dvoch krajín. No pri testovaní hypotézy prostredníctvom menových šokov vidno evidentný trend, že v režime nezávislej menovej politiky dosiahne krajina zasiahnutá menovým šokom opätovne rovnovážny stav skôr. Tento pohľad pri analýze z dlhodobého hľadiska potvrdzuje našu hypotézu, nakoľko v režime závislej menovej politiky spôsobujú menové šoky dlhodobé odchýlky od žiaduceho rovnovážneho stavu, a teda relatívny pokles výkonnosti ekonomiky.

V súčasnosti sa eurozóna môže vybrať dvomi cestami. Prvou je postupný prechod k fiškálnej únii, druhou je rozpad eurozóny. Bez prechodu eurozóny k fiškálnej únii bude len veľmi ťažké odolať súčasnému problému v eurozóne a zabezpečiť jej stabilitu do budúcnosti. Euro a jednotná menová politika síce umožnili Európe čiastočne prinavrátiť vzhľadom na ostatné veľké svetové meny jej pôvodnú pozíciu, súčasnú krízu eurozóny však môžeme považovať za skúšku sily a odolnosti tohto projektu. Podľa mnohých ekonómov je založenie eurovalu len dočasné riešenie a odďaľovanie problémov, keďže sa takýmto spôsobom len nabaľuje ďalší dlh. Väčšinou sa však potvrdzuje pravidlo, že ekonomicky správne riešenie je politicky nepriechné. Je na európskych politikoch, aby rozhodli správne.

Zdroje

1. JANKOVSKÁ, A. a kol. Medzinárodné financie. 2. vydanie. Bratislava: Edícia Ekonomia, 2003. 529 s. ISBN 80-89047-56-4.
2. KOTLEBOVÁ, J. Menová politika – stratégie, inštitúcie a nástroje. Bratislava: Iura Edition, 317 s. ISBN 978-80-8078-092-0.
3. ROGOFF, K. Can international Monetary policy cooperation be nontrproductive? In: Journal of International Economics. Washington DC: Elsevier Sciences Publisher B.V. 1996. p. 199 – 217.
4. ŠIKULOVÁ, I. 2006. Konvergencia v procese európskej menovej integrácie. [online]. Bratislava, [cit.2012-04-10]. Dostupné na internete: <http://www.ekonom.sav.sk/uploads/projects/Sikulo1.pdf>. ISBN 80-7144-155-4