

Spôsob výkonu menovej politiky – menové pravidlá, alebo diskkrétne opatrenia?

Marek MIČÚCH*

Monetary Policy Implementation – Policy Rules or Discretion?

Abstract

Paper inquires into theoretical debate on various approaches to monetary policy. It introduces ideas of two economic schools emphasizing monetary policy rules contrary to discretion. Proposed arguments reflect standpoints of ongoing debate from 20th century up to present days. Source of theoretical arguments advocating policy rules are economic schools of monetarism and rational expectations. On the other hand, swing to discretion defend schools of Keynesianism. Summarized are key arguments of both. Article contributes to academic debate even in situation of impaired competences of local central bank in domain of monetary policy.

Keywords: *monetary policy rules, discretion, Phillips curve, monetary policy*

JEL Classification: E52, E58

Úvod

Článok predkladá názory dvoch ekonomických škôl o spôsobe uskutočňovania menovej politiky. Utriedili sme argumenty podporujúce výkon menovej politiky na základe vopred definovaných *pravidiel*. V opozícii k takto vykonávanej politike stojí možnosť uplatňovať *diskkrétne opatrenia*, favorizujúce jednorazové, ad hoc rozhodnutia.

Argumenty uvádzané v texte reprezentujú základné závery a zistenia o fungovaní menovej politiky škôl keynesovstva, monetarizmu a školy racionálnych očakávaní. K definičným dielam, čiastočne citovaným v texte, patria: Phillips (1958), Friedman (1948); Kydland a Prescott (1977); Barro (1986); Barro a Gordon (1983, s. 35); novšie Taylor (1993, 2001), alebo Svensson (1997; 2003). Rozsiahla

* Marek MIČÚCH, Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodárska fakulta, Katedra ekonomie, Nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, Česká republika; e-mail: micuchm@vse.cz

empirická komparatívna štúdia na túto tému pochádza od autorov Bryant, Hooper a Mann (1993). Uvedené diela, i na ne nadväzujúce práce, skúmajú efektivitu výkonu menovej politiky so zreteľom na plnenie spoločensky dohodnutých a zverených cieľov.

Atribúty menovej politiky

Priestor na odbornú diskusiu o rôznych prístupoch k výkonu menovej politiky vytvárali dve spoločenské oblasti.

Prvou je oblasť *hospodárskej politiky*. Jej tvorcovia vždy stoja pred praktickým rozhodnutím, akým spôsobom pristúpiť k jej výkonu? Majú sa skôr vydať cestou vopred stanovených algoritmov, ktoré ich budú pevne viesť, alebo si majú ponechať priestor na autonómne, ad hoc reakcie v rozhodovaní?

Druhou oblasťou je *ekonomická teória*. Ako konkrétny teoretický bod, od ktorého sa odvíjala veľká časť rozpravy o výkone menovej politiky, je možné identifikovať koncept Phillipsovej krivky. Táto druhá oblasť vystupuje ako kľúčová. Polemika o platnosti Phillipsovej krivky viedla, okrem iného, k úvahám o spôsobe výkonu menovej politiky. Pretože existovala predstava o možnosti „voľby“ medzi mierou nezamestnanosti a inflácie, otváral sa zároveň priestor „voľby“ pre vykonávateľov menovej politiky. Navyše, existovala predstava optimalizačnej úlohy – administratívne zvoliť kombináciu miery nezamestnanosti a inflácie tak, aby spoločenské náklady plynúce z oboch ekonomických fenoménov boli minimalizované. Adekvátnym prostriedkom, ktorým sa optimum malo dosahovať, bol výkon menovej politiky, ktorá aktívne a v aktuálnom čase „volí“ či koriguje proporcie medzi mierou inflácie a nezamestnanosti (pri predpoklade klesajúceho priebehu krivky). Menová politika uskutočňovaná na základe diskretných opatrení (*stop-go*), resp. politika jemného doladovania (*fine tuning*) našla priaznivcov v ekonomických školách keynesovstva a v jeho neskorších mutáciách.

Koncept Phillipsovej krivky však rýchlo našiel i odporcov. Boli to ekonómovia monetarizmu a školy racionálnych očakávaní. Dalo by sa povedať, že tieto školy sa formovali a vo veľkej miere vyrástli práve ako argumentačná platforma proti záverom pôvodnej krivky. Vznikol a) koncept prirodzenej miery nezamestnanosti – *monetarizmus* a b) koncept neumožňujúci uskutočniť voľbu medzi nezamestnanosťou a infláciou tak v dlhom, ako aj krátkom období, ak sú očakávania subjektov racionálne – *škola racionálnych očakávaní*. Súčasne so spochybnením záverov pôvodnej krivky narastal, prirodzene, aj objem argumentov, ktoré favorizovali vopred dané pravidlá pri výkone menovej politiky na úkor diskretných opatrení. Ak menová autorita nemôže dosiahnuť v dlhom ani krátkom

období zmenu agregátneho dopytu či miery zamestnanosti, nedisponuje dostatočnou legitimitou k ad hoc korekciám týchto veličín. Menová politika by sa tak mala orientovať na dlhodobé pozície potenciálneho produktu a prirodzenej miery nezamestnanosti prispôsobovaním peňažnej zásoby prostredníctvom vopred daných pravidiel. Úroveň produktu i zamestnanosti nebude možné krátkodobo manipulovať; ich výkyvy budú spôsobené inými (reálnymi) než peňažnými faktormi a miera inflácie zostane na nízkych úrovniach. Argumenty ekonomickej teórie v neprospech záverov pôvodnej Phillipsovej krivky sa stávali recipročnými k argumentom preferujúcim pravidlá vo výkone menovej politiky. Prirodzeným vyústením bola zvýšená pozornosť pravidlám a ich následné zdokonaľovanie.

K najznámejším formulovaným pravidlám patrí Friedmanovo *k*-percentné pravidlo rastu peňažnej zásoby a Taylorovo pravidlo (Taylor, 1993). Obe sa vyznačujú jednoduchosťou, zrozumiteľnosťou a relatívnou presnosťou opisu minulých rozhodnutí menovej politiky a rukoväťou budúcich.

Použitie pravidiel oproti diskretným opatreniam nadväzuje na problém *konzistentnosti* v porovnaní s *optimalitou* menovej politiky, resp. s dosahovaním a udržaním *reputačnej rovnováhy* menovej autority.

Centrálna banka, ktorá uskutočňuje *diskretnú* menovú politiku, do svojich aktuálnych rozhodnutí nezahŕňa faktor svojich minulých rozhodnutí. Uskutočňuje menovú politiku bez ohľadu na jej výkon v predchádzajúcich obdobiach. Takto uskutočňovaná menová politika sa orientuje v prospech optimálnosti, avšak na úkor konzistentnosti. Ide o prístup k menovej politike, ktorý charakterizujú dve vlastnosti: a) menová politika je vykonávaná tak, aby v každom časovom období maximalizovala objektívnu spoločenskú funkciu;¹ b) vykonávateľ menovej politiky sa snaží korigovať krátkodobé výkyvy zvolených veličín. Menová politika je tak zreteľne zameraná na vyhladzovanie krátkodobých ekonomických cyklických výkyvov (má anticyklický charakter).

¹ Pojem *objektívna spoločenská funkcia*, alebo *spoločenská funkcia blahobytu* (*social welfare function*; *objective social function*), tu predstavuje skladbu čo možno najvšeobecnejšie definovaných premenných, na dlhodobej maximalizácii ktorých sa vedome či podvedome, s vyjadrením priameho súhlasu či nevyjadrením nesúhlasu, dohodne v spoločnosti čo najväčší počet subjektov. (Objektívnosť funkcie sa odvodzuje práve od súhlasu mnohých subjektov ako protiklad subjektívnej funkcie, ktorá je formovaná jednotlivcom a nutne sa odlišuje od subjektívnych funkcií ostatných subjektov. Objektívnosťou sa v tomto prípade teda nemyslí možnosť posúdenia vlastností funkcie mimo vôle a poznania posudzovateľa.) Príklon k čo možno najvšeobecnejšiemu definovaniu cieľových premenných je predpokladom k čo najširšej podpore. Bližšia špecifikácia, resp. definovanie prostriedkov ako cieľové premenné dosiahnuť, už nemusí nájsť dostatočne širokú podporu. K najfrekvencovanejším premenným identifikovaným ako súčasť objektívnych spoločenských funkcií patria tie, ktoré sa viažu k politickému usporiadaniu a ekonomickej výkonnosti. Za klasickú objektívnu spoločenskú funkciu možno považovať takú, akú je možné nájsť u Friedmana (1948, s. 246) „Som si istý, že za základné dlhodobé ciele zdieľané väčšinou ekonómov možno považovať politickú slobodu, ekonomickú efektívnosť a adekvátne rozloženie ekonomickej sily.“

Na druhej strane, menová politika, uskutočňovaná na základe zvoleného *pravidla*, vo svojich aktuálnych rozhodnutiach zohľadňuje históriu svojich predošlých rozhodnutí. Ide o výkon menovej politiky rekurzívnym spôsobom, keď aktuálne rozhodnutie je determinované ľubovoľne zvoleným počtom minulých rozhodnutí. Centrálna banka dáva ekonomickým agentom istý prísľub, ubezpečenie, že bude konať podľa rovnakého kľúča, bez ohľadu na rôznosť situácií či okolností, ktorým bude čeliť. Centrálna banka koná na základe vopred daných a ekonomickým agentom známych pravidiel. Takýto prístup nemusí byť z krátkodobého hľadiska optimálny (v zmysle krátkodobej maximalizácie objektívnej spoločenskej funkcie), vyznačuje sa však konzistentnosťou.² Centrálna banka sa orientuje skôr na napomáhanie dlhodobej alokácie vzácných zdrojov a ich efektívne využitie než na zmiernovanie krátkodobých cyklických výkyvov. Ak sa centrálna banka pod tlakom konkrétnych udalostí predsa len rozhodne konať odlišne, než predpokladá pravidlo, stáva sa konzistentná politika nekonzistentnou.

Uvedené dva rozdielne prístupy k výkonu menovej politiky je možné posudzovať aj z pozícií *prostriedkov* a *cieľov*. Ak sa menová politika uskutočňuje prostredníctvom diskretných opatrení, znamená to, že administrátor opatrení je zameraný na ciele a im prispôsobuje prostriedky, pričom výber a narábanie s prostriedkami tu majú iba sekundárny význam, primárne je dosiahnutie (nutné je dodať, že krátkodobých) cieľov. Naproti tomu, menová politika vykonávaná prostredníctvom pravidiel vedie k fortifikácii významu prostriedkov a dosiahnutým momentálnym či krátkodobým cieľom sa prikladá sekundárny význam. Zdôraznené prostriedky, resp. ich dlhodobé, konštantné pôsobenie, majú slúžiť dlhodobým cieľom

Argumenty v prospech pravidiel

Diskusia na tému pravidiel či opatrení existovala medzi ekonómami takmer po celé 20. storočie. Možno identifikovať dve obdobia, keď názorový stret silnel. Každé obdobie reagovalo na konkrétny aktuálny ekonomický problém, podstata polemiky však zostala rovnaká.

Prvým obdobím boli 30. roky dvadsiateho storočia. Veľká hospodárska depresia priniesla okrem všetkých ostatných ekonomických konzekvencií i silnú reguláciu bankového sektora. Bol to práve bankový sektor, ktorý mnohí ekonómovia považovali za ohnisko, z ktorého sa šírila nákaza do ďalších odvetví. Identifikovanou príčinou zlyhania fungovania bankového sektora bola nedokonalá kontrola bankových operácií, splývanie bankových a investičných (brokerských)

² Odborná ekonomická literatúra tiež referuje o časovej konzistentnosti, resp. nekonzistentnosti, alebo dynamickej nekonzistentnosti.

operácií a málo účinná regulácia subjektov bankového trhu (v najväčšej miere ide o opis bankového sektora USA). Situácia na začiatku 30. rokov nahrávala presunu čoraz väčších právomocí a kompetencií do rúk regulačnej autority, ktorá mala promptne zasiahnuť proti trhovým nedokonalostiam budúcnosti, tak aby sa Veľká depresia už nemohla zopakovať. Konkrétnym vyústením zvýšených regulačných snáh bolo schválenie Glassovho-Steagallovho zákona (Glass-Steagall Act)³ v roku 1933, pre ktorý sa vo finančných kruhoch ustálilo pomenovanie *Banking Act*.

V čase prijatia, vzhľadom na fungovanie bankového sektora pred Veľkou depresiou, zákon zavádzal významné regulačné prvky. Na základe neho bola zriadená vládna agentúra Federal Deposit Insurance Corporation, ktorej účelom dodnes je poistenie vkladov na bežných a sporiacich účtoch. Druhým, významnejším krokom bolo rozhodnutie o nutnosti rozdelenia bánk na dva typy: komerčná banka a investičná banka. Rozdelenie so sebou prinieslo podmienku, že investičné banky nesmú prijímať vklady ako zdroj krytia svojich krátkodobých rizikových investícií. Komerčné banky zostali pri „starom“ type bankovníctva, ktoré sa vyznačovalo konzervatívnym nakladaním s prostriedkami veriteľov. Prijímali vklady a poskytovali úvery s charakterom dlhodobého kontraktu. Na druhej strane, investičné banky sa profilovali ako subjekty „nového“ typu bankovníctva, vyznačujúceho sa vyšším sklonom k rizikovým investíciám, krátkodobému zhodnoteniu zdrojov a obchodovaniu so sofistikovanejšími produktmi. Tieto rizikové operácie však už ďalej nemohli realizovať s prostriedkami individuálnych vkladateľov.

V nadväznosti na diskusiu o pravidlách a opatreniach, legislatívni tvorcovia nového inštitucionálneho rámca akoby zvažovali iba dve možnosti opätovného ustanovenia stability finančného sektora – buď návrat k predvojnovému zlatému štandardu, alebo presun stále väčších právomocí a flexibility v prospech menovej autority, čo znamenalo posilňovanie pozícií diskrétny menovej politiky. Objavili sa však i návrhy, ktoré presadzovali tretie riešenie. Aby sa opätovne obnovila stabilita bankového sektora a dlhodobo sa udržala, nebolo nevyhnuté vrátiť sa k zlatému krytiu peňazí. Obiehať mohli i nekryté peniaze, avšak rozhodovanie o ich množstve sa malo uskutočňovať na základe prísnych pravidiel.

H. C. Simons⁴ bol jedným zo skupiny ekonómov, ktorý obhajoval pravidlá pred diskrétnymi opatreniami v 30. rokoch. Predložený návrh fungovania menovej politiky sa môže javiť ortodoxným, avšak predstavuje jednoznačný príklon v prospech pravidiel. „V systéme slobodného podnikania zreteľne potrebujeme

³ C. Glass, senátor za štát Virginia, a H. B. Steagall, kongresman zo štátu Alabama. Zákon platil s malými zmenami až do roku 1999, keď bol zrušený prostredníctvom Gramm-Leach-Bliley Act za Clintonovej administratívy.

⁴ Ekonóm pôsobiaci na University of Chicago v období 1927 – 1945.

presné (pevné) a stabilné pravidlá hry, tým viac, pokiaľ ide o peniaze. Menové pravidlá musia byť kompatibilné s dostatočne hladkým fungovaním systému. Avšak, len čo sú ustanovené, mali by fungovať mechanicky, iba s nepatrnými zmenami. Paradoxne, aby sme ukázali dnešný problém, potrebujeme vytvoriť a ustanoviť s najväčšou možnou premyslenosťou menový systém, ktorý bude dobrý natoľko, že sa ho ďalej budeme môcť pridržať bez premýšľania – vo viere – ako náboženstva.“ (Simons, 1936, s. 14)

Simons nezostáva iba pri preferencii jedného druhu politiky pred druhou, ale prichádza s konkrétnym návrhmi, akú podobu by nové pravidlá menovej politiky mali mať. Špecifikuje dva návrhy, pričom oba majú za cieľ stabilizovať množstvo peňazí v ekonomike. Prvým návrhom je, aby bankové depozity boli kryté vo výške 100 % rezervami. Druhým návrhom je zafixovanie celkového množstva obeživa (hotovosti a vkladov na požiadanie). Návrh obhajuje tvrdením, že „zafixovanie množstva obeživa je atraktívny ako princíp monetárnej politiky z viacerých dôvodov: (i) zabraňuje spoliehaniu sa na diskkrétne akcie nezávislej menovej autority a definuje zákonné pravidlo, ktoré môže vykonať zodpovedný zákonodarca bez nutnosti ďalšieho delegovania jeho moci...; (ii) reprezentuje pravidlo, ktoré je z pohľadu uzatvárania zmlúv a podnikovej ekonomiky, konečné a jednoduché“ (tamže, s. 5).

Menový systém by mal byť dostatočne pevný a predvídavý, aby nenarušal bežné hospodárske vzťahy. Podnikateľské subjekty majú mať istotu v uzatváraní kontraktov a rovnako v očakávanom zisku. Ten by sa nemal meniť z dôvodu voluntaristického zasahovania do množstva peňazí, ale iba pôsobením rovnocenných konkurenčných síl. Istota v podnikateľských vzťahoch by priniesla stabilitu celému hospodárstvu. Simonsov návrh predstavoval jeden z oponentských hlasov, ktorý sa zasadzoval o riešenie Veľkej depresie iným spôsobom než posilňovaním autonómnej regulácie ekonomiky.

Druhým obdobím, v ktorom zosilnela diskusia pravidiel vs. opatrenia, bol začiatok druhej polovice storočia. Išlo o polemiku k úspešnosti a efektívnosti aktivistických hospodárskych politík (politik jemného doladovania) uskutočňovaných v 50. a 60. rokoch vo väčšine štátov rozvinutého sveta. Problém, na ktorý skupina ekonómov stojacich v opozícii k uskutočňovaniu aktivistickej hospodárskej politiky poukazovala, bolo, že orientácia na jemné doladovanie síce môže priniesť malé zmiernenie negatívneho vplyvu hospodárskeho cyklu, zároveň však veľkú stratu v dlhodobej efektívnosti využívania ekonomických zdrojov.

Pioniersky hlas doby, ktorý sa vyslovil v prospech pravidiel vo výkone menovej politiky, patril Friedmanovi. Pri špecifikácii, akým spôsobom by sa mala maximalizovať navrhnutá všeobecná spoločenská funkcia,⁵ jednoznačne preferuje

⁵ Pozri poznámku o *objektívnej spoločenskej funkcii*.

pravidlá pred diskretnými opatreniami. „Medzi špecifickými návrhmi, ktoré vyplývajú z tejto všeobecnej pozície, pripadajú do úvahy konkrétne tri: (i) vláda musí zabezpečiť menový rámec konkurenčnému usporiadaniu z toho dôvodu, že konkurenčné usporiadanie si ho samo nedokáže zabezpečiť, (ii) tento rámec má fungovať skôr pod 'vládou zákona' než pod diskretným dohľadom administrátorov, (iii) ak by skutočne slobodný trh v 'konkurenčnom usporiadaní' prinášal omnoho menej nerovností, než existuje aktuálne, domnievam sa, že spoločnosť bude požadovať znižovať nerovnosti ešte viac... všeobecné fiškálne opatrenia (ako kontrast k špecifickým intervenciám) sú tak najžiadanejšími opatreniami trhu bez plnej slobody k znižovaniu nerovností.“ (Friedman, 1948, s. 246)

Na Friedmanovu argumentáciu nadviazali v 70. a 80. rokoch predstavitelia *školy racionálnych očakávaní*. Táto škola predstavuje najsilnejší hlas, ktorý presadzuje uskutočňovanie menovej politiky na základe pravidiel.⁶ Ide o istú dvojsstrannú podporu argumentov. Ekonómom školy racionálnych očakávaní dobre poslúžilo predošlé zdôvodňovanie pravidiel (hlavne Friedmanovo pravidlo stáleho menového rastu), ktoré zapadalo do konceptu tvorby racionálnych očakávaní. Recipročne, racionálne očakávania dali preferencii pravidiel novú a konzistentnú podporu. Výsledkom bolo silné spochybnenie nielen dlhodobej neúčinnosti manažmentu agregátneho dopytu, ale i krátkodobého manažmentu. Proti sérii neúčinných pokusov inštitucionálneho manipulovania agregátneho dopytu (70. a 80. roky) Friedman multiplikoval kritiku politiky jemného dolad'ovania rehabilitovaním kvantitatívnej teórie peňazí a zavedením teórie o permanentnom dôchodku.

Avšak predpoklad krátkodobej strnulosti miezd a cien v ekonomike stále zostával silným argumentom v rukách ekonómov obhajujúcich možnosť krátkodobu ovplyvňovať agregátny dopyt a tak korigovať cyklické výkyvy hospodárstva.

⁶ Požiadavku preferovať pravidlá pred diskretnými zásahmi nevzťahujú iba na výkon menovej politiky, ale na výkon akejkoľvek hospodárskej politiky. Za pravidlo v oblasti fiškálnej politiky je možné považovať napr. presne dané pravidlá poskytovania podpory v nezamestnanosti alebo vyplácania starobných dôchodkov. Výška starobných dôchodkov by sa nemala upravovať cielene, jednorazovými rozhodnutiami v závislosti od aktuálneho priebehu hospodárskeho cyklu. Neznamená to, že výška starobných dôchodkov sa nebude upravovať vôbec, avšak ich zmena bude generovaná automaticky ako výsledok daného pravidla. Príkladom môže byť správanie konkrétneho administrátora fiškálnej politiky, najčastejšie ministerstva financií. Ak je objem starobných dôchodkov naviazaný na výšku príjmovej strany štátneho rozpočtu, potom v čase hospodárskeho rastu, keď sú príjmy vyššie, ako je dlhodobý trend, vypláca sa agentom vyšší starobný dôchodok. Porušením pravidla by tu však bola ambícia administrátora uskutočňovať krátkodobé, jednorazové zvýšenie dôchodkov o viac, ako prisudzuje pravidlo (v podmienkach ČR i SR za také možno považovať jednorazové vianočné príspevky či príspevky na zmiernenie vplyvu ostatných ekonomických opatrení). Ešte výraznejší rozdiel medzi pravidlom a opatrením vo fiškálnej politike je vidieť v prípade ekonomickej recesie. Pri poklese ekonomickej aktivity klesá i príjem štátneho rozpočtu a podľa logiky pravidla by sa malo buď znížiť tempo rastu vyplácaných dôchodkov, či dokonca vyplácané objemy znížiť. Na druhej strane je veľmi ťažké predstaviť si autonómne rozhodnutie administrátora o znížení vyplácaných dôchodkov. Rozhodnutie o neznižovaní tu však reprezentuje porušenie pravidla a príklon k diskretnéj fiškálnej politike.

Tento predpoklad sa však odvíjal od presvedčenia, že ekonomické subjekty tvoria svoje očakávania adaptívne. Škola racionálnych očakávaní obohatila ekonomickú teóriu o predpoklad, že subjekty tvoria svoje očakávania racionálne. Racionálnosť v tvorbe očakávaní subjektov sa podľa teórie nevykonáva snahou o dokonalé poznanie budúcnosti prostredníctvom zozbierania a analyzovania všetkých existujúcich informácií, ale zozbieraním a analýzou dostatočného množstva informácií na to, aby subjekt uskutočňujúci rozhodnutie o budúcej aktivite (v krátkom i dlhom období) neopakoval rovnaké chyby ako v minulosti. Subjekt, ktorý formuje svoje očakávania budúcnosti racionálne, nemá dôvod odlíšiť sa od svojich dlhodobých ekonomických plánov v krátkom období. Pri krátkodobých rozhodnutiach má k dispozícii tie isté informácie ako pri svojich dlhodobých rozhodnutiach, preto sa jeho ekonomický výkon nebude v čase líšiť. Druhým predpokladom je, že všetky subjekty majú k dispozícii rovnaké informácie a dokážu ich okamžite včleniť do svojich rozhodnutí. Akúkoľvek známu, opakovanú akciu vykonávateľa politiky ekonomické subjekty rozoznajú a zapracujú do rozhodnutí o ekonomickej aktivite tak v krátkom, ako aj v dlhom období. Vplyv na agregovanú ekonomickú aktivitu známymi opatreniami politiky je v takom prípade eliminovaný. Tá sa vyvíja vo svojich dlhodobých trendoch. Neznamená to, že ekonómovia školy racionálnych očakávaní by nepredpokladali cyklické kolísanie produktu. Príčiny tohto kolísania však identifikujú mimo výkonu hospodárskej politiky, alebo v jej neočakávaných, prekvapivých opatreniach.

Jediná možnosť, ako ovplyvniť agregátny dopyt a ekonomickú aktivitu z pozícií vykonávateľa politiky, je uskutočniť krok, ktorý má charakter novosti, prekvapenia. Subjekty nie sú schopné mať nepredvídaný krok zabudovaný vo svojich očakávaniach, čo môže viesť k zmene ich ekonomickej aktivity. Problémom zostáva, že vykonávateľ politiky nemá konzekvencie prekvapivého rozhodnutia plne pod kontrolou. „V skutočnosti efekty aktívnej stabilizácie, v prípade rozložených omeškaní v plánovaných výdavkoch, prispeli k ekonomickej nestabilite, ba dokonca stabilnú ekonomiku uviedli do nestability.“ (Kydland a Prescott, 1977, s. 486) V konečnom dôsledku môže teda dôjsť k opačnej reakcii ekonomických subjektov než pôvodne zamýšľanej vykonávateľom politiky a reakcia oklamanej verejnosti sa môže vydať smerom, ktorý administrátor pôvodne nezamýšľal. Tak ako agenti dokonale nepoznajú budúci smer politických opatrení, ani vykonávatelia politík dokonale nepoznajú správanie a reakcie agentov. Významný faktor nedokonalosti zásahu politiky predstavujú časové oneskorenia (*time lags*).

Za najvplyvnejší príspevok ekonómov školy racionálnych očakávaní k diskusií o pravidlách a opatreniach sa považuje práca Kydlanda a Prescottta (1977).⁷ Svoju argumentáciu v prospech pravidiel odvíjajú od rozlíšenia dôsledkov pôsobenia

adaptívnych a racionálnych očakávaní v súvislosti s výkonom hospodárskej politiky. Formovať opatrenia hospodárskej politiky za predpokladu, že ekonomickí agenti tvoria svoje rozhodnutia iba na základe minulých a aktuálnych skúseností a informácií, znamená predpokladať vysokú statickosť spoločenského systému. Naopak, ak sa predpokladá, že agenti do svojich rozhodnutí zahrňajú i predstavy o budúcich opatreniach politiky, ide o dynamický systém. „V situáciách, v ktorých je štruktúra dobre známa, agenti budú určite tušiť spôsob, aké politické opatrenia zvolia v budúcnosti. Zmeny v objektívnej spoločenskej funkcii, zohľadnené povedzme v zmenách vo vykonávaní politiky, majú okamžitý efekt na očakávania o budúcich opatreniach politiky a ovplyvnia ich súčasné rozhodnutia. Takéto správanie je ťažko zlučiteľné s predpokladmi teórie optimálnej kontroly.“ (Kydland a Prescott, 1977, s. 474)

Pokiaľ agenti tvoria svoje očakávania racionálne, opatrenia menovej politiky zamerané proti krátkodobým cyklickým výkyvom budú neúčinné. Mierkou účinnosti či neúčinnosti môžu byť hodnoty makroekonomických agregátov miery inflácie a nezamestnanosti. Porovnanie aktuálnych hodnôt s požadovanými hodnotami budúceho obdobia zakladá predpoklad na zmenu politiky v prípade, že budúce hodnoty sú spoločensky preferovanejšie a tým prispievajú k maximalizácii spoločenskej funkcie. Autori argumentujú, že zlepšenie hodnôt zmenou politiky je možné iba za predpokladu, že subjekty tvoria adaptívne očakávania. Lepšie hodnoty nie je možné dosiahnuť v prípade, ak sa očakávania tvoria racionálne. „Čo sa týka problému manažmentu agregátneho dopytu, je dokázané, že použitie teórie optimálnej kontroly je absurdným, prinajmenšom, ak sú očakávania racionálne. Uskutočňovať to, čo je najlepšie pri zohľadnení aktuálnej situácie, rezultuje vo zvýšenej úrovni inflácie, avšak miera nezamestnanosti nedosahuje nižšiu úroveň, než by bola, ak by inflácia (prípadne deflácia či cenová stabilita) bola na spoločensky optimálnej úrovni.“ (Tamže, s. 475.) Autori podporujú argument v prospech pravidiel. „Prišli sme k záveru, že diskretná politika, v rámci ktorej jej vykonávatelia volia najlepšie opatrenia vzhľadom na danú situáciu, nebude typicky viesť k maximalizácii spoločensky optimálnej funkcie. Skôr spoľahnutie sa na nejaké pravidlo politiky môže viesť k zvýšeniu ekonomickej výkonnosti.“ (Tamže, s. 473.)

Viacerými príkladmi, konštruovaným modelom a grafickou analýzou títo autori deklarujú preferenciu pravidiel pred diskretnými opatreniami. Vyzdvihujú jednoduché pravidlá, ktoré ekonomike zabezpečia stabilnejšie fungovanie. „Pokiaľ predpokladáme znalosť ekonomického cyklu, naša analýza implikuje, že vykonávatelia politiky by mali sledovať skôr pravidlá, než používať diskretné

⁷ Za svoj výskum v oblasti časovej konzistentnosti hospodárskej politiky a ekonomických cyklov získali v roku 2004 Nobelovu cenu.

opatrenia.“ (Tamže, s. 487.) Pravidlá nevzťahujú výlučne na výkon menovej politiky, ale uprednostňujú ich pri výkone všetkých hospodárskych politík.

V českej literatúre sa témou pravidiel a opatrení zaoberal Tůma (1992). Autor vychádza z práce Kydlanda a Prescottta (1977). Cieľom state nie je ukázať maximalizáciu spoločenskej funkcie, ako k problému pristúpili Kydland a Prescott, ale skôr minimalizovať účelovú funkciu. Účelová funkcia rovnako zahŕňa mieru inflácie a nezamestnanosti. Iné hodnoty miery inflácie a nezamestnanosti ako spoločensky optimálne znamenajú vyššie spoločenské náklady. Tůma predpokladá, že spoločensky optimálnymi hodnotami sú miera inflácie $\pi_t = 0$ (tento predpoklad nie je úplne totožným s predpokladom Kydlanda a Prescottta, ktorí uvádzajú, že môže existovať skupina agentov preferujúcich hodnoty inflácie vyššie či nižšie, než je spoločenské optimum) a miera nezamestnanosti na úrovni prirodzenej miery nezamestnanosti $U_t = U^*$. „Minimalizácia S (spoločenskej funkcie, pozn. autora) je determinovaná voľbou rastu peňažnej zásoby, teda voľbou π , pretože vieme, že voľba rastu peňažnej zásoby a voľba π je v kontexte modelu jedno a to isté. To zároveň znamená, že úrady by mohli dosiahnuť vyšší výstup a nižšiu nezamestnanosť prostredníctvom neočakávanej inflácie.“ (Tůma, 1992, s. 629) Súčasne však dodáva, v súlade s logiku racionálnych očakávaní, že pokiaľ sú očakávania subjektov racionálne a tí disponujú rovnakou množinou informácií ako administrátor politiky, v takom prípade diskretná akcia úradov nebude rezultovať do pôvodne zamýšľaného cieľa, ale iba do vyššej inflácie a nezmenenej úrovne nezamestnanosti. Tento výsledok znamená zvýšenie spoločenských nákladov a pozíciu mimo minima účelovej funkcie.

Mimoriadny prínos má otázka kladená Tůmom, a rovnako i ním navrhnutá odpoveď. Škola racionálnych očakávaní predpokladá, že racionálnosť sa vzťahuje na všetkých agentov, administrátorov politiky nevynímajúc. Ako je potom možné, že administrátor politiky by sa púšťal do operácie, o ktorej by vo svojej racionálnosti vedel, že prinesie iný výsledok, než pôvodne zamýšľal? Tůma identifikuje veľmi konkrétne dôvody, ktoré by administrátora k takému kroku viedli: „Podnety pre 'monetárne prekvapenie' by viac menej mohli prameniť z inflačných prínosov pre vládu, ako sú inflačná daň, zníženie nominálneho dlhu štátneho rozpočtu a z ďalších krátkodobých ekonomických a politických tlakov.“ (Tamže, s. 630.)

Výhody pridržania sa pravidiel v menovej politike je možné zhrnúť nasledovne:

a) Menová autorita nevyhnutne nemusí pozbierať a poznať všetky informácie o ekonomike na to, aby mohla uskutočniť rozhodnutie o menovom opatrení.

b) Eliminuje sa vplyv vnútorných, štruktúrnych skupín. Buduje sa dlhodobý vzťah medzi menovou autoritou a ekonomickými agentmi, ktorý eliminuje problém pána a správcu (*principal-agent problem*). V úlohe pána vystupujú občania

a úlohu správcu má menová autorita. Občania zverujú výkon menovej politiky menovej autorite, ako protipól situácie, keď by manažovali vydávanie a sťahovanie peňazí z obehu individuálne. V prípade, že autorita koná podľa vopred dohodnutých pravidiel, ktoré sú občanom známe a dostatočne zrozumiteľné, občania majú kontrolu nad jej aktivitou. Vykonávateľom menovej politiky sa tak znižuje priestor presadzovať vlastné záujmy, ktoré by boli v rozpore so záujmami občanov.

c) Eliminuje sa vplyv vonkajších záujmových skupín, ktoré by mali tendenciu alternovať menovú politiku vo svoj partikulárny prospech.

d) V ekonomike majú tendenciu prevládať nízke miery inflácie, vzhľadom na to, že menová autorita nemá možnosti generovať prekvapivú infláciu, ktorá musí byť podstatou vyššia než tá, ktorú očakávajú v dlhom období agenti.

Argumenty v prospech diskretných opatrení

Čo sa týka diskretných opatrení, sledovať historický vývoj ich podpory nie je také jednoznačné, ako to bolo v prípade pravidiel. Vzácnosť rigorózných prác, ktoré by na teoretickej rovine favorizovali opatrenia oproti pravidlám, vyplýva zrejme z toho, že menová politika má tendenciu presúvať sa veľmi prirodzene na stranu opatrení, ak tlak na používanie pravidiel oslabne. Opatrenia nie je nevyhnutné presadzovať oproti pravidlám, pretože sú po ruke ako alternatíva v momente, keď sa upustí od pravidiel. To, čo vyžaduje výkon od vykonávateľa menovej politiky, je dodržiavanie pravidiel, ktoré potláča istú prirodzenú tendenciu k opatreniam. Ich teoretické zdôvodňovanie nie je teda také naliehavé.

Výhody menovej politiky, vykonávanej na základe opatrení, do istej miery sumarizuje Barro (1986). Aj keď je tento autor radený do skupiny ekonómov školy racionálnych očakávaní, v jeho prácach je možné nájsť istú obhajobu politiky opatrení.

V prípade, že vykonávateľ menovej politiky pri svojich rozhodnutiach zohľadňuje fakt, že nemá k dispozícii všetky informácie o ekonomike a že rozhodnutie o voľbe politiky bude nevyhnutne druhé najlepšie,⁸ a zároveň rozhodnutia autority nie sú zaťažené vnútornými ani vonkajšími záujmami, v takom prípade je prinajmenšom otázna iniciatíva obmedzovať rozhodnutia a akcie menovej autority *už vopred*. Každý nový diskretný zásah dáva legitimitu ďalšiemu, ak napĺňa

⁸ Konštatovanie, že menová autorita nedokáže zhromaždiť všetky informácie o ekonomike, nemá nič dočinenia s rešpektom, ktorý autor má voči analytickému, ekonometrickému, štatistickému a prognostickému potenciálu, ktorý nevyhnutne inštitúcia, akou je centrálna banka, generuje. Ide skôr o poukázanie na nemožnosť získať a disponovať všetkými informáciami v súlade s argumentáciou uvedenou v práci Hayeka (1945).

predstavy agentov o výkone menovej politiky. K reštrikcii diskkrétnej politiky je racionálne pristúpiť až v momente, keď menová autorita koná v rozpore s požiadavkami agentov. Je však zložitý nájsť argument, prečo by autorita mala byť obmedzovaná už vopred; akoby sa predpokladalo, že nevyhnutne dôjde k nežiaducej výkone menovej politiky.

Menová politika vykonávaná na základe diskrétnych opatrení spĺňa požiadavku vyššej *flexibility*, kladenej na všetkých ostatných agentov, než je to v prípade použitia pravidiel. Jednou z kľúčových požiadaviek kladených na ekonomické subjekty je *flexibilita*. Byť schopný rozpoznáť meniace sa trhové podmienky a byť ochotný prispôbiť sa týmto zmeneným podmienkam predstavuje nevyhnutné atribúty úspešnej podnikateľskej činnosti. Flexibilitou sa tu rozumie permanentný pohyb celej ekonomiky, ktorý by mala autorita brať do úvahy. Existuje však i odvetvie, ktorého dynamické zmeny vplyvajú veľmi konkrétne na výkon menovej politiky. Ide o odvetvie bankovníctva, špecificky bankové inovácie, či už technologické alebo produktové, ktoré majú potenciál meniť rýchlosť obehu peňazí. Menová politika uskutočňovaná s adekvátnou flexibilitou je následne iba logickým vyústením reflektovania flexibility ekonomiky. „Diskrétnosť sa zdá byť synonymom flexibility, a tú nikto nemá dôvod odoprieť šikovnému a dobročinnému vykonávateľovi menovej politiky.“ (Barro, 1986, s. 23)

Ako sme uviedli v úvode, menová autorita má možnosť uskutočňovať menovú politiku tak, aby to viedlo k *maximalizácii objektívnej spoločenskej funkcie*. „V takejto situácii existuje motivácia v každom časovom úseku vytvoriť prekvapivú infláciu s cieľom generovať ekonomickú expanziu.“ (Tamže, s. 25.) Menová autorita má k dispozícii prostriedky, ako dosiahnuť maximalizáciu produktu, zamestnanosti i príjmu štátneho rozpočtu, a tým maximalizovať spoločenský blahobyť, ktorý je však nutné znížiť o náklady vysokej inflácie. Na prvý pohľad sa zdá, že orientácia na maximalizáciu spoločenského blahobytu je v prípade politiky diskrétnych opatrení automatická. Avšak nemusí to tak byť vždy, a aj v tomto prípade je nutné orientovať sa skôr na marginálne veličiny než celkové veličiny.

Vykonávateľ menovej politiky zvažuje dodatočné prínosy, ktoré prináša prekvapujúca inflácia v podobe vyššieho produktu, nižšej nezamestnanosti a vyššieho príjmu štátneho rozpočtu v porovnaní s dodatočnými nákladmi, ktoré prináša samotná vyššia inflácia. Bude zvyšovať prekvapivú infláciu iba dovtedy, pokiaľ sa všeobecné náklady inflácie nevyrovnajú s prínosmi prekvapivej inflácie. „Iba v takom prípade bude zvolená miera inflácie – ktorá bude v podstate rovnaká ako miera, ktorú očakávajú ľudia – motivačne kompatibilná v zmysle súladu s motiváciou vykonávateľa politiky maximalizovať spoločenský blahobyť v každom čase.“ (Tamže, s. 25.) Diskrétne opatrenia sa tak stávajú akceptovateľnejšími pre školu racionálnych očakávaní.

Diskrétna opatrenia zároveň dávajú menovej autorite väčšiu možnosť pôsobiť *anticyklicky*. Obmedzenia jemného doladovania v podobe časových oneskorení sme už spomenuli. Výhoda sa v súvislosti s možnosťou pôsobiť na hospodársky cyklus vzťahuje na extrémne body cyklu. Medzi ekonómami v tomto panuje zhoda. Ak sú menovopolitické opatrenia účinné, ich použitie je legitímne v prípade, že ekonomika dlhodobo dosahuje nízku či vysokú úroveň produktu vzhľadom na svoj potenciál alebo infláciu vzhľadom k cieľu. Ak je menová politika vykonávaná diskkrétne, menová autorita má možnosť reagovať na situáciu flexibilnejšie bez toho, žeby bola ohrozená jej reputácia porušením daného prísľubu.

Záver

V menovej politike, pokiaľ ide o spôsob jej výkonu, sa dosiaľ vyprofilovali dva výrazné názory. Prvý obhajuje výkon prostredníctvom menových pravidiel, druhý prostredníctvom diskrétnych opatrení. Pravidlá v menovej politike zastupujú konzistentnosť, predpovedateľnosť, dlhodobosť, dôležitosť prostriedkov, stabilitu. Slabým miestom menovej politiky vykonávanej podľa pravidiel je nemožnosť krátkodobej maximalizácie spoločenskej funkcie blahobytu. Tento problém sa však znižuje so zvyšujúcou sa nezávislosťou menovej autority. Tá nie je pod maximalizačným tlakom, najčastejšie plynúcim z politického cyklu. Na druhej strane, diskrétna opatrenia zastupujú v menovej politike flexibilitu, prekvapivosť, krátkodobosť, dôležitosť cieľov. Dávajú omnoho väčší priestor na maximalizáciu spoločenskej funkcie blahobytu. Treba však zdôrazniť, že dosiahnutie maxima nie je možné brať absolútne, ale vždy treba brať zreteľ na relatívne náklady na jeho dosiahnutie, plynúce z prekvapivej inflácie či deflácie.

Literatúra

- BARRO, R. J. (1986): Recent Developments in the Theory of Rules versus Discretion. *Economic Journal*, 96, Supplement: Conference Papers, s. 23 – 37.
- BARRO, R. J. – GORDON, D. B. (1983): Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy. [NBER Working Paper, No. 1079.] Cambridge, MA: NBER.
- BRYANT, R. C. – HOOPER, P. – MANN, C. L. (1993): Evaluating Policy Regimes: New Research in Empirical Macroeconomics. Washington, DC: Brookings Institution.
- FRIEDMAN, M. (1948): A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability. *American Economic Review*, 38, č. 3, s. 245 – 264.
- HAYEK, F. A. (1945): The Use of Knowledge in Society. *American Economic Review*, 35, č. 4, s. 519 – 530.
- KYDLAND, F. E. – PRESCOTT, E. C. (1977): Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85, č. 3, s. 473 – 492.
- PHILLIPS, A. W. (1958): The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861 – 1957. *Economica*, 25, č. 100, s. 283 – 299.

- SIMONS, H. C. (1936): Rules vs. Authorities in Monetary Policy. *Journal of Political Economy*, 44, č. 1, s. 1 – 30.
- SVENSSON, L. E. O. (1997): Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. *European Economic Review*, č. 41, s. 1111 – 1146.
- SVENSSON, L. E. O. (2003): Monetary Policy and Real Stabilization. [NBER Working Paper, No. 9486.] <<http://www.nber.org/papers/w9486.pdf>>.
- TAYLOR, J. B. (1993): Discretion versus Policy Rules in Practice, *Carnegie-Rochester Conference on Public Policy*, 39, December, s. 195 – 214.
- TAYLOR, J. B. (2001): The Role of the Exchange Rate in Monetary-Policy Rules. *American Economic Review*, 91, č. 2, s. 263 – 267.
- TŮMA, Z. (1992): Pravidla versus diskreční zásahy: k časové nekonzistenci. *Politická ekonomie*, XXXI, č. 5, s. 621 – 633.