

AKADÉMIA KLASICKEJ EKONÓMIE 2008/2009



Potvrďzuje alebo vyvracia finančná kríza ekonomickú teóriu o prijatí eura na Slovensku?

Peter Harvan
p_harvan@yahoo.com

5.6.2009

Táto esej predstavuje vlastný názor autora, ktorý nemôžu byť interpretované ako názory iných inštitúcií alebo osôb.

Úvod

Finančná a hospodárska kríza zastihla Slovensko na konci procesu prijímania jednotnej európskej meny. Prepad zahraničia sa na slovenských číslach začal prejavovať koncom roku 2008 a slovenskú korunu sme vymenili za euro v januári 2009. Hospodárska kríza prebieha v dobe, keď už je naša ekonomika chránená fixným konverzným kurzom a jednotnou menovou politikou ECB. Súčasný vývoj v SR a okolitých krajinách nám dovoľuje aspoň čiastočne prehodnotiť rozhodnutie prijať euro a postaviť teoretické ekonomické argumenty do svetla nových faktov.

Esej sa v prvej časti venuje dvom pohľadom na výhody a nevýhody menovej integrácie v Európe, teóriou optimálnej menovej oblasti (Optimum currency area) a teóriou Mundel II. Autorom oboch teórií je laureát Nobelovej ceny Robert Mundell a ukazujú vývoj jeho názorov na menovú integráciu postupom času. Strata autonómnej menovej politiky a flexibilného výmenného kurzu má rôznu dôležitosť a implikácie pre menovú integráciu pre teórie.

Druhá časť eseje diskutuje súčasný ekonomický vývoj v SR a okolitých krajinách a implikácie pre ekonomickú teóriu. Porovnanie vývoja ekonomiky SR s okolitými krajinami zo strednej a východnej Európy (SVE) je možné interpretovať ako empirickú evidenciu na podporu druhej Mundelovej teórie. Esej obhajuje názor, že finančná kríza potvrdzuje ekonomickú výhodnosť prijatia eura na Slovensku.

Ekonomická teória

Teória optimálnej menovej oblasti špecifikuje kritériá, ktoré slúžia na posúdenie ekonomickej výhodnosti alebo nevýhodnosti menovej integrácie. Jedna z najväčších nevýhod straty autonómnej menovej politiky je strata možnosti reagovať na pokles ekonomickej aktivity alebo prehrievania ekonomiky zmenou úrokových sadzieb (Mundell 1961). Zvýšenie úrokových sadzieb umožňuje centrálnej banke podporiť ekonomickú aktivitu v časoch cyklického poklesu hospodárstva a naopak ich zvýšenie pri ekonomickej expanzii obmedzuje prehrievanie a tempo rastu cien. V menovej únii nie je jedna centrálna banka schopná reagovať na ekonomický šok, ktorý zasiahne iba jednu ekonomiku menovej únie, tzv. asymetrický šok. Zasiahnutá krajina má teda obmedzenejšie možnosti ako ekonomika s vlastnou menou a menovou politikou.

Tri hlavné kritéria pre posúdenie výhodnosti menovej integrácie sú symetria šokov, flexibilita hospodárstva a úroveň vzájomnej ekonomickej integrácie (Mundell 1961). Ak sú ekonomické šoky krajín, ktoré chcú zdieľať jednu menovú politiku, symetrické, tak sú náklady zo straty autonómnej menovej politiky ako nástroja ekonomickej politiky nízke. Bez asymetrických šokov, ktoré by zasiahli iba jednu krajinu v únii, je nepravdepodobné, že by niektorá z krajín potrebovala výrazne odlišnú menovú politiku alebo, že centrálna menová politika spôsobuje prehlbovanie ekonomickeho poklesu v niektorej z krajín.

Vysoká úroveň flexibility v ekonomike umožňuje absorbovať ekonomický šok bez toho aby využitia nástroja menovej politiky (McNamara 2005). Napríklad flexibilné pracovné trhy umožňujú relatívne rýchly presun pracovnej sily z upadajúcich odvetví do odvetví ekonomiky ktoré zažívajú ekonomický boom.

Zatiaľ čo symetria šokov a flexibilita slúžia ako indikátory nákladov straty menovej autonómie, úroveň ekonomickej integrácie umožňuje ohodnotiť zisk z jednotnej meny spojených s väčšou cenovou transparentnosťou, vzájomnou otvorenosťou ekonomík a následným rastom vzájomného obchodu. Krajiny sa taktiež zbavujú bankových nákladov spojených s výmenou meny. Literatúra sa vo väčšej miere zhoduje, že Európska únia netvorila optimálnu menovú oblasť pri zavedení eura,

najmä vzhľadom na relatívne nízku flexibilitu ekonomík a trhov práce (De Grauwe 2007). Divergencia reálnej ekonomiky s členskými krajinami eurozóny je v prípade SR ešte výraznejšia. Strata autonómnej menovej únie, z tohto pohľadu pre Slovensko predstavuje väčšie náklady ako výhody.

Na rozdiel od OCA sa Mundel II pozerá na menovú úniu pozitívnejšie a prináša optimistickejšie hodnotenie prijatia eura (Mundell 1973). Zatiaľ čo v OCA bol výmenný kurz jedným z nástrojov na absorbovanie asymetrických šokov v ekonomike, v Mundelovej druhej teórii predstavuje voľný výmenný kurz zdrojom makroekonomickej nestability (Pandey 2006). V globálnom finančnom systéme s voľným pohybom kapitálu je väčšina krajín nútených prispôbiť monetárnu politiku pohybom krátkodobého kapitálu aby udržali stabilný výmenný kurz a tak zabránili silnej volatilitate (Padoa-Schioppa 1996). Menová politika menších krajín sa teda musí prispôbovať pohybu krátkodobého kapitálu. Zmeny monetárnej politiky majú dopad na reálnu ekonomiku v krajine a centrálna banka v snahe zabrániť devalvácií, môže byť nútená zvýšiť úrokové miery. Vysoké úrokové miery môžu 'schladiť' ekonomiku práve v období hospodárskej obnovy. Po páde systému Bretton Woods boli krajiny EÚ nútené prispôbovať úrokové sadzby rozhodnutiam Amerického Fed-u. Vo viacerých prípadoch boli nútené zvyšovať úrokové miery počas poklesu ekonomickej aktivity, čo tento prepád ďalej prehĺbilo. Mundel II identifikuje menovú integráciu ako jednu z možností na odstránenie výmenného kurzu, ako zdroj makroekonomických šokov pre ekonomiku. Integrácia teda podporuje stabilnejšie makroekonomické prostredie.

Euro a finančná kríza v strednej a východnej Európe (SVE)

Súčasná kríza výrazne ovplyvnila ekonomický vývoj v SVE. Prepád zahraničného dopytu u hlavných obchodných partnerov v západnej Európe spôsobil výrazný prepád exportov vo východnej Európe. Vysoká otvorenosť krajín SVE a veľký význam exportných odvetví pre tieto ekonomiky viedol k výraznému prepádu ekonomickej aktivity vo viacerých krajinách. V prvom kvartáli 2009 sa hospodárstvo Litvy medziročne prepadlo o takmer 20 %. Slovenská ekonomika sa aj vďaka plynovej kríze prepadla v prvom kvartály o 5,7% a za celý rok možno predpokladať pokles nad 6% podľa aktuálnej prognózy MFSR¹. Podľa aktuálnej prognózy ECB sa má hospodárstvo eurozóny prepadnúť o 6 %. Obnovu možno očakávať až v druhej polke roku 2010. Čo nám ale tento vývoj a čísla hovoria ekonomickej teórii menovej integrácie?

Jedna z možných interpretácií doterajšieho krátkeho vývoja je, že EU má bližšie k optimálnej menovej oblasti než sme doteraz predpokladali. Napriek prvotným optimistickým odhadom dopadu krízy, sa v súčasnosti ukazuje závislosť ekonomík SVE na vývoji v eurozóne ako oveľa vyššia. Prepád zahraničného dopytu v krajinách eurozóny má výrazný dopad na ekonomiku SR. V prípade rýchlej obnovy hospodárstva ostatných členov eurozóny môžeme očakávať, že rast zahraničného dopytu povedie aj k rastu slovenských exportov a celého hospodárstva. Vysoká prepojenosť ekonomík cez obchodný kanál teda minimalizuje riziko asymetrických šokov v SR. Proces ekonomickej integrácie, ktorý sa začal už pred vstupom SR do EU, bol ďalej prehĺbený prijatím eura. Zatiaľ čo Slovensko pred prijatím eura nespĺňalo kritériá OCA, je pravdepodobné, že s eurom ich budeme spĺňať skôr ako keby sme vyčkávali mimo eurozóny. Splnenie kritérií OCA je do určitej miery endogénne s rozhodnutím vstúpiť do menovej únie (De Grauwe 2007). Čím skôr krajina prijme alebo jasne stanoví kredibilný dátum pre prijatie jednotnej meny, tým skôr sa začnú jednotlivci a celá ekonomika prispôbovať životu s eurom (De Grauwe 2007).

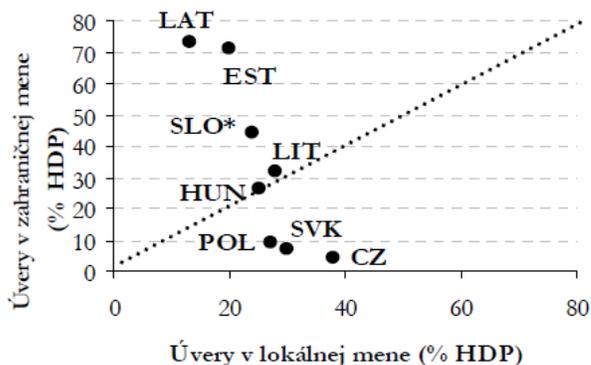
Strata monetárnej politiky, ako nástroja makroekonomickej politiky, zvyšuje tlak na vládu prijímať štrukturálne reformy, ktoré napomáhajú plniť kritériá OCA. A to najmä z dôvodu, že vláda stratila monetárnu politiku ako nástroj na riešenie problémov v reálnej ekonomiky.

¹ Aktuálna makroekonomická prognóza je prístupná na stránke MFSR, <http://www.finance.gov.sk/>

Zhoršovanie konkurencieschopnosti už nemôže riešiť devalváciou meny ako zvyklo Taliansko pre prijatím jednotnej meny. Je nutné zvýšiť internú flexibilitu ekonomiky a schopnosť vyrovnáť sa s ekonomickými nerovnováhami. V prípade, že vláda nerobí štrukturálne reformy a ekonomika krajiny je relatívne rigidná, výkon ekonomiky sa zhoršuje, čo vedie k politickému tlaku na vládu. Následné reformy taktiež znižujú náklady spojené so stratou nástroja menovej politiky. Zvýšenie tlaku na reformné úsilie na národnej úrovni možno sledovať už pri vstupnom procese. Napríklad Slovenská vláda sa zaviazala prijať viacero reforiem obsiahnutých v Modernizačnom programe Slovensko 21 v snahe zlepšiť hodnotenie Slovenska v európskych inštitúciách v kritickej fáze procesu.

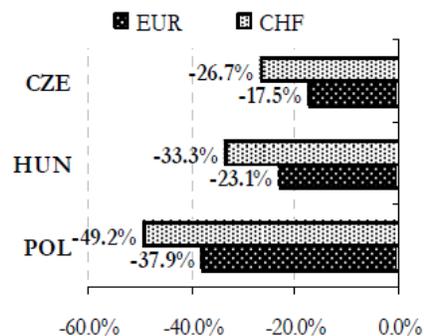
Súčasná kríza a vývoj v SVE podporuje pohľad Mundell II z dvoch hlavných dôvodov. Účinnosť menovej politiky, ako nástroja na ovplyvnenie makroekonomického vývoja je v danej situácii obmedzenejšia, než viacero krajín predpokladalo. V prípade SVE je tento vývoj zapríčinený aj zadlženosťou súkromného sektora v zahraničných menách ako euro a švajčiarsky frank. Úvery v zahraničnej mene boli motivované nižšími nominálnymi úrokovými sadzbami (Machlica 2009). V Maďarsku bol pred pádom Lehman Brothers diferenciál medzi základnou úrokovou sadzbou Maďarskej centrálnej banky (8,5%) a ECB (4,25%) až 4,25 percentuálneho bodu. Zmeny úrokových mier centrálnych bank v krajinách SVE s vysokou zadlženosťou v zahraničnej mene majú preto oveľa menší vplyv na ekonomiku. Otvorenosť zahraničnému kapitálu a možnosti pôžičky v zahraničnej mene obmedzujú de facto monetárnu suverenitu v SVE, čo potvrdzuje Mundell II.

Graf : Pomer úverov v zahraničnej mene(% HDP) k úverom v domácej mene (% HDP) -2007



Zdroj: WP, Rosenberg, Tirpák

Graf : Depreciácia vybraných stredoeurópskych mien k euro a švajčiarskemu franku (júl 2008-feb. 2009)



Zdroj: Reuters

Druhý faktor, ktorý podporuje Mundell II pohľad na menovú integráciu, je destabilizujúci vplyv voľného výmenného kurzu na makroekonomický vývoj v SVE. V krajinách s vysokým zadlžením v zahraničnej mene má volatilita kurzu veľký vplyv na celkovú hodnotu zadlženie a splátky úverov. Od vstupu viacerých krajín SVE do EÚ v roku 2004 sa začalo zvyšovať zadlženie SVE v zahraničných menách, až do súčasného veľmi vysokého stavu (viď graf). Už spomínaná motivácia je diferenciál v úrokovej sadzby národnej centrálnej banky a ECB a predpokladaná nominálna a reálna ekonomická konvergencia SVE k starým členským štátom. Podobné očakávania mali aj zahraniční investori, ktorí rovnako predpokladali posilňovanie národnej meny. V rokoch 2006-7 národné meny SVE výrazne posilňovali voči euru. Finančná kríza ale spôsobila pokles dôvery investorov v SVE čo viedlo k oslabovaniu takmer všetkých mien v SVE voči euru (viď graf). Napriek klesajúcej úrokovej miere ECB preto dochádza k nárastu mesačných splátok úverov, čo ďalej zhoršuje ekonomickú situáciu a zvyšuje riziko nesplácania úverov. Nesplácané úvery ďalej oslabujú banky a zhoršujú tak prístup k pôžičkám v ekonomike. V tomto smere je situácia najkritickejšia v Baltických krajinách, ktoré sú nútené držať úrokové sadzby vyššie ako v eurozóne

s cieľom prilákať zahraničný kapitál a obmedziť tlaky na devalváciu meny. Vysoké úrokové miery ale sťažujú prístup ku kapitálu v ekonomike a prehlbujú recesiu. V Litve kde zadlženie v eurách dosahuje úroveň až 80 % HDP by devalvácia spôsobila prudký nárast nesplácaných úverov a ohrozila fungovanie bankového systému.

Voči Mundel II je možné oponovať, že jednotná politika ECB, najmä počas súčasnej krízy, prelieva problémy eurozóny do SR. Inflačné riziko spojené s rozširovaním menovej bázy a kvantitatívnym a kvalitatívnym uvoľňovaním menovej politiky (Buiter 2009) predstavuje najmä v strednodobom ohľade hrozbu aj pre ekonomiku SR. Napriek tomu existujú aspoň dva dôvody prečo je toto riziko nižšie než by sa na prvý pohľad zdalo. ECB má jasný hierarchický protiinflačný mandát. Primárna úloha ECB² je "udržať infláciu (HICP) blízko ale pod úrovňou 2%".³ Na rozdiel od Fedu a Bank of England preto nemôže pripustiť ani v strednodobom ohľade zvyšovanie rizika a možno preto predpokladať, že po uplynutí krízy opäť výrazne zmenší menovú bázu. Druhý argument je založený na paralele s Japonskom v 90tich rokoch (viac v Krugman 2008). Japonská centrálna banka takmer zdvojnásobila menovú bázu a napriek tomu od začiatku krízy v krajine prišlo iba k minimálnemu rastu cien. Práve naopak, hlavným rizikom v krajine je deflácia. Zatiaľ je priskoro povedať, či podobná situácia hrozí aj v Európe. Japonský príklad ale ukazuje, že výnimočnosť súčasnej finančnej krízy môže znamenať, že expanzívna menová politika nemusí viesť k zvyšovaniu tempa rastu cien ani v strednodobom ohľade.

Záver

Táto esej prezentovala dva možné pohľady na menovú integráciu z oblasti ekonomickej teórie. Oba pohľady špecifikujú výhody a nevýhody menovej integrácie. Do určitej miery je možné ich brať ako komplementárne a nie nutne protichodné.

Teória optimálnej menovej oblasti sa zameriava najmä na riziko a náklady spojené s asymetrickými šokmi. Menová únia je nevýhodná, ak riziko šoku a schopnosť ekonomiky absorbovať tento šok prevažuje výhody z väčšej prepojenosti a otvorenosti ekonomík a odbúravanie nákladov vzájomného obchodu. V tomto pohľade je monetárna politika a suverenita žiaduca ako nástroj schopný účinne reagovať na ekonomické šoky v krajine, a tak napomáha zachovať makroekonomickú stabilitu. Mundell II nevyvracia problém asymetrických šokov ale identifikuje výmenný kurz ako dôležitejší zdroj nestability, na ktorý menová politika nedokáže účinne reagovať.

Finančná a hospodárska kríza má globálny charakter a napriek pôvodným optimistickým očakávaniam má výrazný vplyv na ekonomický vývoj v SVE. Prepojenosť a citlivosť ekonomík SVE na ostatné krajiny je vyššia než sme predpokladali pred krízou. Súčasná jednotná menová politika ECB a nízke úrokové sadzby zmierňujú dopad ekonomického cyklu v takmer všetkých krajinách EÚ. Naopak vysoká volatilita výmenného kurzu ohrozuje makroekonomickú stabilitu v SVE, najmä v krajinách s vysokým zadlžením v zahraničných menách. V Baltických krajinách môže dokonca ohroziť celý bankový systém. Na tieto riziká upozorňuje Mundel II.

Súčasný vývoj ešte neumožňuje objektívne zhodnotiť správnosť oboch pohľadov na menovú integráciu. Vzhľadom na nízku zadlženosť SR v zahraničných menách, by vlastná národná mena nemusela nutne viesť k problémom, akým čelia baltické krajiny a vyšším úrokovým sadzbám. Taktiež výhody zavedenia eura pre reálnu ekonomiku možno očakávať až postupom času. Z pohľadu OCA bude zaujímavé sledovať najmä, či bude Slovensko reálne a nominálne konvergovať k starým členským krajinám rýchlejšie, ako štáty mimo eurozóny.

² Na zmenu mandátu ECB by bol potrebný súhlas všetkých krajín Eurozóny, čo je politicky veľmi obtiažne dosiahnuť. Taktiež je ECB inštitucionálne aj operačne plne nezávislá a nezodpovedá sa priamo členským krajinám.

³ "Powers and responsibilities of the European Central Bank". European Central Bank.

Bibliografia:

- Buiter, W. (2008) *Quantitative easing and qualitative easing: a terminological and taxonomic proposal*, <http://blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-a-terminological-and-taxonomic-proposal/>
- Buiter, W. (2009) *Quantitative and qualitative easing again*, <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/01/quantitative-and-qualitative-easing-again/>
- De Grauwe, P. (2006). What have we learnt about Monetary Integration since the Maastricht Treaty?, *Journal of Common Market Studies* vol.44, No.4, pp. 711-730
- De Grauwe, P. (2007). *Economics of Monetary Union*. Seventh edition. Oxford University Press
- Krugman, P. (2008) *The return of depression economics and the crisis of 2008*. W.W. Norton
- McNamara, K. (2005) 'Economic and Monetary Union', in H. Wallace, W. Wallace & M. Pollack (eds.) *Policy-Making in the European Union*, Oxford: OUP, ch.6.
- Machlica, G. (2009) 'Vplyv poklesu prílevu zahraničného kapitálu na ekonomiky SVE', *Komentár IFP*, <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=7214>
- Mundell, R.A. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review* 51: 657-665.
- Mundell, R.A. (1973) "Uncommon Arguments for Common Currencies", in Johnson, H. & Swoboda, A., *The Economics of Common Currencies*, London: George Allen & Unwin Ltd.
- Padoa-Schioppa T. (1996). The Genesis of EMU: A Retrospective View, *Jean Monnet Chair Paper RSC No 96/40*, European University Institute
- Pandey R. (2006), *The Impossible Trinity: Robert Mundell's Path Breaking Contribution in the Field of Economics*, *National Law University*.
- Schelkle, W. (2001). The OCA Approach to European Monetary Integration: framework of debate or dead end?, *South Bank European Paper* No.2

Iné:

- "Powers and responsibilities of the European Central Bank". European Central Bank. <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/index.en.html>. Retrieved on 10 March 2009.