

## **Nepochopená menová politika**

Nedávno som sa zúčastnil na konferencii Budúcnosť peňazí, kde som si vypočul kritický prejav autora ekonomickej transformácie Václava Klauša. Hovoril o súčasnej menovej politike. Nedávno mi aj jeden z najlepších ekonómov na Slovensku argumentoval, že negatívne úroky môžu podkopať základ kapitalistickej spoločnosti ako takej. Začínam mať preto pocit, že niektoré ekonomické javy sú viacerými dobrými, najmä staršími ekonómami možno nie celkom pochopené.

Jednoduchý argument o hyperinflácii ako dôsledku tlačenia peňazí sa napríklad ukázal rokmi ako málo podložený, no napriek tomu sa opakovane vracia. A pritom celková peňažná masa nerastie až tak rýchlo, pretože bankový sektor je stále primrznutý.

Podobne môžu ľudia podliehať „peňažnej ilúzii“. Nárasty platov alebo výnosy z úspor sa pokladajú za reálne bez ohľadu na infláciu. Menej nás naštve, ak náš plat stúpne o 5 percent pri 7-percentnej inflácii, ako keby mal plat poklesnúť o 1 percento pri stabilite cien. Podobne sme nešťastní, ak by sme mali dostať negatívny úrok z úspor pri klesajúcich cenách, ale spokojní pri malom pozitívnom úroku pri vyššej inflácii.

Čo sa stalo po prepuknutí krízy? Všetci sa zľakli. Domácnosti začali namiesto nakupovania šetriť. Podniky takisto (v ich prípade „nakupovanie“ znamená investovanie). Vlády vinou rozšafnej politiky pred krízou museli šetriť tiež. Ale keď každý začne šetriť, kolesá ekonomiky sa pribrzdia. Načo vyrábať, keď nikto nenakupuje? Načo investovať, keď nemám pre koho vyrábať? V takej situácii sa nájde veľmi málo ľudí, ktorí majú záujem si požičať. A keď preto máme pretlak úspor, tak aj pri absencii „zlej“ centrálnej banky by úroky prudko poklesli. Či nie?

Znásilňuje teda menová politika ekonomiku do umelého rastu? Vôbec nemusí. Menová politika reaguje na produkčnú medzeru. To je odhad strateného výkonu ekonomiky, ktorý by sme mohli dosiahnuť bez toho, aby nám inflácia začala akcelerovať. Je prirodzené, že ak môžem dosiahnuť nízku infláciu pri 7-percentnej nezamestnanosti, je to lepšie ako pri 10 percentách nezamestnaných. Neznamená to však, že menová politika vytvára „umelý“ rast. Produkčná medzera sa odhaduje vzhľadom na potenciálny rast ekonomiky. To je taký rast, na aký má ekonomika prirodzene, bez dopovania nízkymi úrokmi alebo vládnymi deficitmi. Tento rast je aj pre Slovensko, aj pre eurozónu odhadovaný na približne polovičnej úrovni predkrízového stavu. Menová politika teda berie do úvahy, že ekonomiky po kríze majú prirodzene na oveľa nižší rast. Pokiaľ sú tieto odhady správne, menová politika sa nesnaží umelo rast nafúknuť. Snaží sa len o to, aby obdobie, keď máme zbytočne vysokú nezamestnanosť, bolo čo najkratšie.

Aj keby však bola naša produkčná medzera menovou politikou vynulovaná, stále by sme stratili vyše 15 percent životnej úrovne v porovnaní s predkrízovou trajektóriou. A tomu, aby sa aj potom nezamestnanosť znižovala hlbšie a aby sme opäť dobiehali životnú úroveň Nemecka, už nepomôže menová politika. Cestou sú opäť len štrukturálne reformy.

Ján Tóth

.autor je viceguvernér NBS.