



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

**MIESTO PEŇAŽNÝCH AGREGÁTOV V MENOVEJ
POLITIKE EURÓPSKEHO SYSTÉMU CENTRÁLNYCH
BÁNK**

Ing. Zora Komínková, PhD.

Inštitút menových a finančných štúdií
Bratislava 2000

Miesto peňažných agregátov v menovej politike Európskeho systému centrálnych bánk

Systémovým základom fungovania menovej únie v podobe, v akej ju od začiatku tohto roka postupne spoznávame na príklade Európskej menovej únie (EMÚ, ako tretej etapy Európskej hospodárskej a menovej únie), je jednotná menová politika. Výkonom jednotnej menovej politiky je podľa Zmluvy o Európskej únii (EÚ) poverený Európsky systém centrálnych bánk (ESCB), pozostávajúci z Európskej centrálnej banky (ECB) a národných centrálnych bánk (NCB) 15 členských štátov EÚ. Užším jadrom ESCB je Eurosystem, zahrnujúci ECB a NCB 11 členských štátov eurozóny, ktoré od 1.1.1999 zaviedli jednotnú menu euro. Hlavné prvky stratégie jednotnej menovej politiky v tretej etape EMÚ zverejnila Riadiaca Rada (RR) ECB na jeseň 1998. Zodpovedajúco Čl. 105(1)¹ Zmluvy o EÚ je stratégia zacielená na udržiavanie cenovej stability v eurozóne.

1. Tri súčasti menovopolitickej stratégie Eurosystemu

Stratégia menovej politiky ESCB spočíva na troch hlavných prvkoch: na kvantitatívnej definícii základného cieľa Eurosystemu, t.j. cenovej stability, a na "dvoch pilieroch" dosahovania tohto cieľa. Prvým je prvoradá úloha peňažnej zásoby v podobe kvantifikovanej referenčnej hodnoty miery rastu širokého peňažného agregátu. Druhým je výhľad cenového vývoja a rizík cenovej stability v eurozóne zostavený na báze rozsiahleho počtu indikátorov.

1.1. Kvantitatívna definícia cenovej stability

S cieľom poskytnúť jasný signál pre formovanie očakávaní budúceho vývoja cien Riadiaca rada ESCB zverejnila kvantitatívnu definíciu cenovej stability v tomto znení: "Cenová stabilita sa definuje ako medziročné zvýšenie² harmonizovaného indexu

¹Podľa Čl. 105(1) Zmluvy, "hlavným cieľom ESCB je udržiavať cenovú stabilitu. Pri rešpektovaní cieľa cenovej stability, ESCB má podporovať všeobecné hospodárske politiky v Spoločenstve so zámerom prispievať k dosiahnutiu cieľov Spoločenstva..." Tieto ciele sú vymedzené v Čl. 2 Zmluvy takto: "podporovať v celom Spoločenstve harmonický a rovnovážny rozvoj ekonomických aktivít, udržateľný a neinflačný rast rešpektujúci životné prostredie, vysoký stupeň zblížovania ekonomickej výkonnosti, vysokú mieru zamestnanosti a sociálnej ochrany, zvyšovanie životnej úrovne a kvality života, a ekonomickú a sociálnu súdržnosť a solidaritu medzi členskými štátmi."

²Stratégia menovej politiky orientovaná na cenovú stabilitu sa v štandardnom ponímaní monetarizmom inšpirovaných menových programov centrálnych bánk v uplynulých zhruba 25 rokoch explicitne (alebo implicitne) spájala s protiinflačnou, resp. dezinflačnou politikou. Vzhľadom na určité prejavy deflačného vývoja cien vo svetovej ekonomike (niekoľkoročný klesajúci trend cien primárnych zdrojov dynamizovaný dopadmi ázijskej finančnej krízy na podmienky zahraničnoobchodnej výmeny a hospodársky rast), ktoré vrcholili v roku 1998 (teda tesne pred vznikom EMÚ), sa do pozornosti dostal

spotrebiteľských cien (HICP)³ v eurozóne o menej než 2 %". Takto definovaná cenová stabilita "sa má udržiavať v strednodobom horizonte", zodpovedajúco téze, že centrálna banka môže svojim menovopolitickým inštrumentárium ovplyvňovať iba peňažné toky, ktorých prenos do reálnych veličín má strednodobý charakter. Krátkodobé výkyvy v cenách, spôsobené šokmi nepeňažného charakteru (ako napr. zmeny nepriamych daní, pohyby svetových komoditných cien) na cenovú hladinu, centrálna banka nemôže kontrolovať, a preto za ne ani nemôže byť zodpovedná. Orientácia na cenovú stabilitu v strednodobom horizonte sa považuje dôležitá pre vytváranie dlhodobějších podnikateľských očakávaní. Mala by napomáhať aj elimináciu nepredvídaných ekonomických problémov s dopadom na cenovú hladinu, ktoré by mohli ohroziť stabilitu cien.

Stanovenie cenovej stability za primárny cieľ menovej politiky ESCB vychádzalo z dlhodobých skúseností a zo záverov rozsiahleho empirického ekonomického výskumu, dokazujúcich, že menová politika, ktorá trvale a dôveryhodným spôsobom udržiava stabilitu cien, je tým najlepším príspevkom k realizácii ekonomických a sociálnych cieľov Spoločenstva (deklarovaných v čl. 2 Zmluvy).

1.2 Ústredná úloha peňažnej zásoby - referenčná hodnota agregátu M3

Vychádzajúc z tézy, že inflácia je v konečnom dôsledku peňažným javom, ústrednú úlohu v realizácii menovej politiky ECB má peňažná zásoba ako prirodzená "nominálna kotva" na udržiavanie cenovej stability. Takáto konštrukcia v zásade zodpovedá menovej politike na báze menového programovania, ktoré dosiahnutie konečného cieľa, t.j. stanovenej miery inflácie realizuje prostredníctvom medzicieľa tempa rastu peňažnej zásoby (monetary targeting), vyjadrenej určitým širším peňažným agregátom, ako veličinou priamo ovplyvniteľnou centrálnou bankou.

Na sledovanie tempa rastu peňažnej zásoby v eurozóne ECB zaviedla pojem referenčnej hodnoty pre rast peňazí v strednodobom horizonte. To znamená, že

aj tento opačný aspekt. Slovo "zvýšenie" v horeuvedenej definícii má byť jasným signálom, že deflácia, resp. dlhodobý pokles úrovne HICP, by nebol vývoj, konzistentný s cenovou stabilitou (Bulletin ECB, január 1999, s. 46).

³Index HICP bol vytvorený na meranie cenovej konvergenie v druhej etape menovej únie. Medzi krajinami eurozóny dosiahol vysokú mieru harmonizácie. Pri konštrukcii indexu sa osobitná pozornosť venovala minimalizácii faktorov, známych ako "chyba merania", ktoré sa vyskytujú v cenových indexoch a spôsobujú isté nadhodnotenie "skutočnej" miery inflácie. Tieto chyby vznikajú najmä v dôsledku zmien v spotrebiteľských zvyklostiach a kvalitatívnych inovácií tovarov a služieb zaradených do spotrebného koša použitého na výpočet daného cenového indexu, a nedajú sa celkom odstrániť. V HICP je však táto chyba údajne menšia než v národných cenových indexoch krajín eurozóny.

referenčná hodnota nezahrnuje záväzok Eurosystemu korigovať krátkodobé odchýlky peňažnej expanzie od stanovenej strednodobej hodnoty. Preto ani riadiace krátkodobé nominálne úrokové miery Eurosystemu sa nebudú mechanicky prispôsobovať jej priebežnému vývoju. Tento postup sa uvádza ako jeden z hlavných rozdielov medzi štandardným menovým programovaním na báze (krátkodobého) peňažného medzicieľa a kvantifikovanou referenčnou hodnotou peňažnej expanzie.⁴ Spoločným teoretickým predpokladom oboch koncepcií je dlhodobá stabilná funkcia dopytu po peniazoch v definícii zvoleného peňažného agregátu a dostatočne presvedčivá vlastnosť tohto agregátu ako vedúceho indikátora vývoja cenovej hladiny (t.j. stabilný vzťah medzi úrovňou peňažnej zásoby a úrovňou cien).

Referenčná hodnota rastu peňažnej zásoby v eurozóne je stanovená peňažným agregátom M3, zahrnujúcim krátkodobé likvidné pasíva na území eurozóny. Hodnota rastu M3 je kvantifikovaná na báze kvantitatívnej rovnice peňazí, t.j. ako vzťah medzi množstvom peňazí na jednej strane a cenami, reálnym hrubým domácim produktom a rýchlosťou obehu peňazí na druhej strane (resp. v prírastkovom tvare tejto rovnice $m = Dp + Dy - Dv$).

Referenčnú hodnotu rastu M3 oznámila Hlavná rada ESCB 1.12.1998 na úrovni 4,5 % ročne.⁵ Pre vývoj HDP, rýchlosti obehu a napokon aj cien sa použili intervalové kalkulácie, M3 sa stanovilo presným číslom. Cieľom takejto jednoznačnej prezentácie je zamedziť možnosť nesprávnych interpretácií referenčného intervalu rastu M3 vo verejnosti. Osobitne napríklad, ak by sa tempo rastu peňazí vymklo z intervalového rámca, verejnosť by mohla očakávať, že automaticky dôjde k zmene úrokových sadzieb, čo by bolo v protiklade k úlohe referenčnej hodnoty v celkovej stratégii.

Menový vývoj sa priebežne sleduje na báze 3-mesačného klzavého priemeru z medziročných mier rastu agregátu M3. Vzťah medzi skutočným rastom peňazí a referenčnou hodnotou sa pravidelne analyzuje, dopady na rozhodnutia menovej politiky sa zverejňujú. O prípadnej úprave terajšej referenčnej hodnoty M3 sa bude rozhodovať v decembri 1999.

⁴V praxi je však tento rozdiel dosť ťažko identifikovateľný. Na jednej strane preto, lebo samotný strednodobý horizont Eurosystemu nie je presne definovaný, na druhej strane preto, lebo európske centrálné banky - resp. osobitne nemecká Bundesbanka, ale aj francúzska Banque de France - tiež svoje krátkodobé horizonty menovopolitického medzicieľa postupne posúvali do 2-3-ročných horizontov.

⁵Referenčná hodnota pre rast M3 bola odvodená na základe týchto strednodobých predpokladov: cenová stabilita sa musí udržiavať v súlade s definíciou Eurosystemu, tak aby medziročný prírastok HICP v eurozóne bol nižší ako 2 %; trend rastu reálneho HDP eurozóny bude v intervale 2-2,5 % ročne; rýchlosť obehu M3 v strednom období bude medziročne klesať zhruba v intervale 0,5-1 %.

1.3 Široká základňa pre hodnotenie výhľadu cenového vývoja

Údaje z monetárneho sektora neobsahujú všetky informácie o ekonomike potrebné na spoľahlivý výkon menovej politiky zameranej na cenovú stabilitu. Preto zároveň s analýzou vývoja agregátu M3 vo vzťahu k jeho referenčnej hodnote sa sleduje množstvo ďalších ekonomických ukazovateľov, a to najmä tých, ktoré majú vlastnosti riadiacich indikátorov budúceho vývoja cien, ako sú mzdy, výmenný kurz, ceny vládnych obligácií a výnosová krivka, rozličné ukazovatele aktivít v rôznom sektore, ukazovatele fiskálnej politiky, cenové a nákladové indexy, podnikateľské a spotrebiteľské prehľady.

Okrem toho bude Eurosystem vyhodnocovať prognózy inflácie zo všetkých medzinárodných organizácií, ale aj iných inštitúcií, veľkých firiem a pod. Publikovať sa budú aj vlastné prognózy Eurosystemu. Pravda, vzhľadom na behaviorálne, inštitucionálne a štrukturálne neistoty v novokonštituovanom hospodárskom komplexe eurozóny, ECB upozorňuje, že prvé prognózy cenového vývoja je potrebné interpretovať s istou dávkou opatrnosti.

* * *

Ak zhrnieme, menová politika Eurosystemu sa nebude "mechanicky" prispôsobovať krátkodobým odchýlkam reálneho vývoja od stanovených cieľov. Namiesto toho, so zámerom identifikovať v ekonomickom vývoji poruchy, ktoré by mohli ohroziť cenovú stabilitu, sa bude využívať mnohostranná analýza menového vývoja v eurozóne vo vzťahu k stanovenej referenčnej hodnote M3 a mnohých ukazovateľov vývoja reálnej ekonomiky. Táto analýza bude informačnou základňou pre voľbu primeraných úprav v menovej politike zameranej na strednodobú stabilitu cien.

2. Peňažné agregáty eurozóny

Menová politika Eurosystemu vychádza z tézy, že cenový vývoj (inflácia) je v strednom a dlhom období peňažným javom. Vývoj množstva peňazí v obehu medzi verejnosťou preto môže poskytovať užitočné informácie o budúcom pohybe cien a pôsobiť tak ako kompas pre riadenie menovej politiky.

2.1 Identifikácia základných agregátov

Na identifikáciu tých peňažných agregátov, ktoré vykazujú úzky vzťah k dôležitým makroekonomickým premenným, osobitne k cenovej hladine a úrokovým sadzbám úzko ovplyvňovaným menovou politikou, sa použili tri kritériá: stabilita dopytu po peniazoch, vlastnosti vedúceho indikátora a kontrolovateľnosť.

- **Stabilita** dopytu po peniazoch je daná, ak úroveň peňažnej zásoby má stabilný vzťah k cenovej hladine, takže centrálna banka môže posúdiť, aká miera rastu peňazí je konzistentná s cenovou stabilitou. Zvyčajný prístup vychádza z preskúmania stability funkcie dopytu po peniazoch, kde peňažná zásoba vystupuje vo vzťahu k cenovej hladine a ďalším makroekonomickým premenným, osobitne k reálnemu dôchodku a úrokovým mieram. Užitočné je tu rozlišovať medzi dlhodobou a krátkodobou stabilitou dopytu po peniazoch.
- Peniaze majú **vlastnosti vedúceho indikátora**, ak peňažný agregát obsahuje informácie, ktoré - pri pôsobení účinkov oneskorení - môžu pomôcť predikovať budúcu cenovú hladinu.
- **Kontrolovateľnosť** peňažného agregátu je daná, ak mieru jeho rastu môže v krátkom období centrálna banka riadiť pomocou nástrojov menovej politiky. Kontrolovateľnosť je osobitne dôležitá, ak centrálna banka vyhlasuje cieľ pre rast peňažnej zásoby, prostredníctvom ktorého sa chce zodpovedať za svoju politiku.

Širšie peňažné agregáty bežne vykazujú vyššiu stabilitu a lepšie vlastnosti vedúceho indikátora než úzke agregáty. Je to najmä preto, lebo sú menej ovplyvňované substitúciou medzi rozličnými pasívami peňažného sektora. Naopak úzke peňažné agregáty sa vyznačujú lepšou kontrolovateľnosťou v krátkom období - prostredníctvom oficiálnych úrokových sadzieb - než široké agregáty. Je to preto, lebo mnohé komponenty úzkych peňazí nie sú oceňované úrokovými sadzbami blízky krátkodobej trhovej miere. Preto keď krátkodobé miery rastú, stávajú sa tieto aktíva pre investorov menej atraktívne, čo implikuje pokles dopytu po úzkych peniazoch. Naopak, široké peniaze sú v krátkom období menej kontrolovateľné, keďže mnoho ich zložiek je oceňovaných úrokovými sadzbami, ktoré sú blízke krátkodobým trhovým mieram, v dôsledku čoho je krátkodobý dopyt po týchto peniazoch relatívne neelastický voči oficiálnym úrokovým sadzbám.

Peňažná zásoba v eurozóne je definovaná tromi peňažnými agregátmi: úzkym (M1), stredným (M2) a širokým (M3), ktoré sa odlišujú stupňom likvidnosti v nich

zahrnutých položiek. Analýzy ECB a Európskeho menového inštitútu (EMI) síce potvrdili všeobecný záver o horšej kontrolovateľnosti širokých peňažných agregátov eurozóny v krátkom období, v strednom období, ktoré je cieľovým horizontom menovej politiky Eurosystemu, však vykazujú oveľa priaznivejšie vlastnosti najmä z hľadiska ich stability a informačného obsahu vo vzťahu k cenovému vývoju. Ústrednú úlohu v menovej politike Eurosystemu má preto široký peňažný agregát M3.

2.2 Vymedzenie obsahu peňažnej zásoby: vklady a "blízke substitúty" vkladov

Zostaveniu peňažných agregátov eurozóny predchádzali práce na harmonizácii jednotlivých zložiek peňažnej zásoby (vrátane problematiky pokrytia cezhraničných pozícií v rámci eurozóny) v 11 krajinách eurozóny, resp. celej peňažnej a bankovej štatistiky podľa jednotných eurokritérií. Zároveň bolo potrebné vymedziť okruh finančných inštitúcií, z bilancií ktorých sa vytvorí konsolidovaná peňažná bilancia eurozóny ako referenčná základňa pre stanovenie obsahovej štruktúry jednotlivých agregátov (v položkách rôznych druhov peňažných aktív) a celkového objemu peňažnej zásoby v eurozóne. Kritériá pre zostavenie schémy finančných inštitúcií, ktorých zdroje budú vstupovať do peňažných agregátov eurozóny a metodiku harmonizácie národných peňažných agregátov rozpracoval Európsky menový inštitút (EMI), predchodca ECB.

Štandardnou základňou pre výpočet peňažnej zásoby v ekonomike je podľa metodiky Medzinárodného menového fondu (MMF) konsolidovaná bilancia bankového sektora, t.j. spoločná bilancia aktív a pasív centrálnej banky a obchodných bánk, resp. inštitúcií podieľajúcich sa na obsluhu peňažného trhu. EMI sa od tejto metodiky do istej miery odklonil. Vychádzajúc z empirických poznatkov, že v súčasnosti sa hranice medzi vlastnosťami peňažných a finančných aktív značne zneprehľadnili a mnohé, najmä krátkodobé finančné aktíva sú pomerne rýchlo a lacno substituovateľné za aktíva peňažného typu (resp. že môžu plniť transakčnú funkciu peňazí), priradil k peňažnému sektoru eurozóny aj niektoré inštitúcie finančného trhu, emitujúce produkty s takými charakteristikami likvidity, že predstavujú "blízke substitúty" vkladov.

Podmienky vysokej likvidity v praxi spĺňajú najmä nástroje kolektívneho investovania fondov peňažného trhu (MMFs, Money Market Funds). Podiely týchto fondov možno v pojmoch likvidity považovať za blízke substitúty vkladov, a preto boli zaradené do výpočtu peňažnej zásoby eurozóny. Zároveň to, pravda, znamenalo aj rozšírenie

definičnej základne inštitúcií, ktoré emitujú peniaze. Takto bola v spolupráci EMI a národných centrálnych bánk členských krajín EÚ vytvorená štruktúra pod názvom menovo-finančné inštitúcie (MFIs).

Konsolidovaná bilancia sektora MFIs (tab. 1) je potom štatistickým základom pre výpočet peňažnej zásoby v eurozóne. Zostavuje sa ako spoločná bilancia ECB a agregovaných bilancií 11 národných centrálnych bánk Eurosystemu.

Tabuľka 1 Schematická konsolidovaná bilancia sektora MFIs v eurozóne

Aktíva	Pasíva
1. Pôžičky	1. Bankovky a mince v obehu
2. Cenné papiere iné ako akcie	2. Vklady ústrednej vlády
3. Akcie a iné majetkové účasti	3. Vklady ostatných všeobecných vlád/ostatní rezidenti eurozóny
4. Externé aktíva	4. Podiely peňažných fondov a cenné papiere peňažného trhu
5. Fixné aktíva	5. Emitované dlhové cenné papiere
6. Ostatné aktíva	6. Kapitál a rezervy
	7. Externé pasíva
	8. Ostatné pasíva

Rovnako bolo potrebné zjednotiť, resp. harmonizovať definíciu sektora, ktorý má peniaze v držbe, svoje peňažné zostatky ukladá do rozličných nástrojov MFIs a primárne sa tak podieľa na tvorbe peňažnej zásoby eurozóny. Sú to všetky rezidentské subjekty eurozóny (s výnimkou centrálnej vlády), ktoré nepatria do sektora MFIs. Okrem domácností, nefinančných organizácií (podnikov) sem patria finančné inštitúcie nezahrnuté do MFIs, ako aj štátne a lokálne vlády a fondy sociálneho zabezpečenia. Ústredné vlády sa považujú za "peňažne neutrálny" sektor s jednou výnimkou: pasíva centrálnej vlády peňažného charakteru (poštové účty, národné úsporové účty a účty štátnej pokladnice) sú ako špeciálna položka zahrnuté do definície peňažných agregátov.

2.3 Menovo-finančné inštitúcie (MFIs)

Menovo-finančné inštitúcie (Monetary-Financial Institutions, MFIs) zahŕňujú rezidentské úverové inštitúcie (v definícii zákonodarstva EÚ) a všetky ostatné rezidentské finančné inštitúcie, ktorých činnosťou je prijímať vklady a/alebo blízke substitúty vkladov od iných subjektov než sú MFIs, a na svoj vlastný účet (minimálne v ekonomickom zmysle) poskytovať úvery a/alebo uskutočňovať investície do cenných papierov. Sú to tri skupiny inštitúcií:

- centrálna banka

- úverové inštitúcie na území eurozóny, t.j. obchodné banky a subjekty, ktorých činnosťou podľa zákonodarstva EÚ je "prijímať vklady alebo iné splatné zdroje od verejnosti (vrátane postupov vyplývajúcich z predaja bankových obligácií verejnosti) a poskytovať úvery na svoj vlastný účet".
- všetky ostatné finančné inštitúcie na území eurozóny, ktorých podnikanie je zamerané na "prijímanie vkladov a/alebo blízkyh substitútov vkladov od iných subjektov než sú MFIs a na svoj vlastný účet (prinajmenšom v ekonomickom zmysle slova) poskytovať úvery a/alebo uskutočňovať investície do cenných papierov". Táto skupina zahŕňa prevažne fondy peňažného trhu (pozri tab. č. 2).

Tabuľka 2 : Inštitucionálne zloženie menovo-finančných inštitúcií (MFIs)

Krajina	Centrálne banka	Úverové inštitúcie	Fondy peňažného trhu	Iné inštitúcie	MFIs spolu
Belgicko	1	120	29	0	150
Dánsko	1	212	3	0	216
Fínsko	1	347	5	0	353
Francúzsko	1	1211	710	1	1923
Grécko	1	59	42	0	102
Holandsko	1	634	28	5	668
Írsko	1	78	17	0	96
Luxembursko	1	209	463	0	673
Nemecko	2	3226	41	0	3269
Portugalsko	1	227	0	0	228
Rakúsko	1	898	0	11	910
Španielsko	1	399	205	0	605
Švédsko	1	148	29	1	179
Taliansko	1	933	9	0	943
V. Británia	2	523	33	0	558
Spolu	17	9224	1614	18	10873

2.4 Harmonizovaná definícia peňažnej zásoby eurozóny

Pri harmonizácii národných definícií peňažnej zásoby sa sledovala potreba rozlišovania medzi jednotlivými pasívami MFIs podľa stupňa ich speňažiteľnosti a zároveň snaha o zohľadnenie čít rozličných finančných systémov. Na meranie stupňa likvidnosti jednotlivých nástrojov sa použili štyri kritériá: prevoditeľnosť, zameniteľnosť, doba splatnosti a dĺžka výpovednej lehoty.

- *prevoditeľnosť (transferability)* sa vzťahuje k možnosti mobilizovať zdroje umiestnené vo finančnom nástroji s použitím platobných produktov ako šeky, príkazy k prevodu, priame debety a pod.;

- *zameniteľnosť (convertibility)* sa viaže k možnosti a nákladom zamenenia finančného nástroja za hotovosť alebo prevoditeľné vklady; stratu fiskálnej výhody pri takejto konverzii možno považovať za istý druh pokuty, ktorá redukuje stupeň likvidity;
- *splatnosť (maturity)* rozlišuje jednotlivé nástroje podľa času medzi dátumom kontraktu a dátumom splatnosti (umorenia), pred ktorým je obtiažne fondy umiestnené do vkladov konvertovať;
- *výpovedná lehota (period of notice)* vyjadruje obdobie medzi dátumom, keď vlastníak oznámi svoj záujem likvidovať daný nástroj a dátumom, keď môže tento nástroj konvertovať na obeživo bez sankčných poplatkov. Vo všeobecnosti platí, že čím kratšia je doba splatnosti a dĺžka výpovednej lehoty, tým vyšší je stupeň speňažiteľnosti daného aktíva.

Tabuľka 3: Štruktúra M3 v eurozóne k 31.12.1998 (mld. EUR)

	M1	M2	M3	Podiel na M3 v %
Bankovky a mince v obehu	323			7
Neterminované vklady (Overnights)	1444			33
Terminované vklady do 2 rokov		883		20
Vklady s výpovednou lehotou do 3 mesiacov		1225		28
Repo obchody (zmluvy o spätnom odkúpení)			180	4
Akcie/jednotky fondov peňažného trhu a cenné papiere peňažného trhu			312	7
Dlhopisy do 2 rokov			67	2

Na základe týchto kritérií bola vytvorená takáto štruktúra peňažných agregátov eurozóny (tab. 3): najužší agregát M1 zahŕňa najlikvidnejšiu zložku peňažnej zásoby, t.j. bankovky a mince v obehu plus neterminované (resp. overnights) vklady, ktoré sú prakticky okamžité a bez dodatočných nákladov speňažiteľné; agregát M2 zahŕňa M1 plus rôzne formy úročených terminovaných vkladov s maximálnou lehotou splatnosti 2 roky⁶; agregát M3, t.j. M2 plus krátkodobé finančné aktíva (najmä aktíva fondov pôsobiacich na peňažnom trhu, dlhopisy so splatnosťou do 2 rokov a repo obchody).

Ako vidno z tabuľky, najväčší podiel na peňažnej zásobe eurozóny majú (podľa údajov k 31.12.1998) vklady verejnosti v úverových inštitúciách (81 %). Tri položky krátkodobých finančných aktív (M3-M2) tvoria 13 % M3 za eurozónu. Podiel obeživa je relatívne nízky (7 %). Agregáty zahŕňujú iba pozície rezidentských subjektov eurozóny v MFIs umiestnených v eurozóne. Zahŕňujú aj likvidné aktíva rezidentských

⁶Definičnú náplň položiek M2-M1 bola vytvorená ako kompromis zohľadňujúci najrozšírenejšie formy vkladov v 2 najsilnejších krajinách eurozóny. Zatiaľ čo vo Francúzsku a väčšine ostatných krajín sú to terminované vklady, v Nemecku a Rakúsku sú to najmä vklady s výpovednou lehotou.

subjektov denominované v zahraničnej mene, ak sú uložené v MFIs umiestnených v eurozóne.

V stručnom zhrnutí možno vyčleniť tieto hlavné definičné charakteristiky peňažných agregátov a merania peňažnej zásoby v eurozóne:

- Do najširšieho agregátu eurozóny M3 vstupujú iba peňažné nástroje s lehotou splatnosti do 2 rokov (teda nástroje s vysokou mierou likvidnosti), zatiaľ čo v bežných národných definíciách peňažných agregátov sú často zahrnuté aj dlhodobé (5 a viacročné) terminované depozitá. Peňažné agregáty eurozóny, ako aj celková peňažná zásoba M3, by sa teda mali vyznačovať vyššou mierou kompaktnosti než ich národné definície.
- Definícia M3 v danom relatívne úzkom časovom rozpätí zodpovedá cieľu, ktorý má tento agregát plniť v menovej politike Eurosystemu: byť indikátorom cenového vývoja (harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien) a zabezpečovať v strednom období spoľahlivú informáciu pre riadenie menovej politiky, ktorá bude zaručovať v eurozóne stabilitu cien.⁷
- Definícia peňažnej zásoby v eurozóne vychádza z metodiky rozširujúcej základňu pre výpočet celkovej peňažnej zásoby. Na rozdiel od "štandardu" MMF ju netvorí konsolidovaná bilancia bankového sektora, ale konsolidovaná bilancia sektora menovo-finančných inštitúcií (MFIs). Dôvod pre zmenu vychádza z pohľadu na mieru likvidnosti jednotlivých peňažných a finančných aktív. Finančné aktíva niektorých presne vymedzených inštitúcií (predovšetkým fondov peňažného trhu) spĺňajú kritériá likvidnosti produktov ponúkaných bankami (úverovými inštitúciami), a preto sú zahrnuté do výpočtu celkovej peňažnej zásoby.
- Druhou položkou, ktorá nefiguruje v štandardnom menovom prehľade, sú dlhopisy (so splatnosťou do 2 rokov). Identifikácia tejto zložky by mohla spôsobovať isté komplikácie napr. v súvislosti s emisiou vládnych dlhopisov. Treba preto osobitne zdôrazniť, že tu ide o dlhopisy sektora MFIs, teda o dlhopisy emitované jednotlivými jeho subjektmi (bankami, resp. úverovými inštitúciami) a nie o dlhopisy vládneho sektora. Keďže vládny sektor sa definične považuje za peňažne "neutrálny", do tvorby peňažnej zásoby eurozóny nevstupuje.

⁷ Analýza dlhodobých trendov vývoja peňažnej zásoby a cien v eurozóne ukázali, že medzi trendom M3 a mierou inflácie bola v období 1984-1998 dobrá korelácia: priebeh krivky inflácie s časovým posunom 6 štvrtí rokov sledoval dosť verne krivku M3. Dynamika vývoja M3 v terajšom období by teda mala pomerne spoľahlivo naznačovať, aká bude dynamika vývoja inflácie o 1,5 roka.

Namiesto záveru

Cieľom tohto príspevku bolo predovšetkým predstaviť základné teoretické a metodologické východiská determinujúce postavenie peňažnej zásoby v jednotnej menovej politike ESCB a definičné vymedzenie peňažných agregátov eurozóny. Podrobnejší pohľad na metodiku peňažnej a bankovej štatistiky ECB, vytvárajúcej štatistický systém na zostavenie konsolidovanej bilancie sektora menovo-finančných inštitúcií (MFIs), pripravujeme do niektorého z najbližších čísel časopisu.

Nová definícia peňažnej zásoby eurozóny, vyplývajúca z rozšírenej základne subjektov podieľajúcich sa na tvorbe peňazí - z bankového sektora do sektora menovo-finančných inštitúcií - je smer, ktorým by sa mali postupne uberať aj úvahy o prípadných zmenách v definícii peňažnej zásoby SR. To, pravda, predpokladá, aby legislatívne predpisy upravujúce činnosť mimobankových subjektov, ktoré pôsobia (resp. budú pôsobiť) na peňažnom trhu SR, systémovo smerovali k terajšej legislatíve ESCB vymedzujúcej štatút inštitúcií zahrnutých do sektora MFIs.

Literatúra

BRANDNER, P. - SCHUBERT, H.: Effizienz und Transparenz der geldpolitischen Strategie des ESZB. WIFO, Monatsberichte 1/1999.

Euro area monetary aggregates and their role in the Eurosystem's monetary policy strategy. European Central Bank. Monthly Bulletin, február 1999.

The Single Monetary policy in Stage Three. General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures. ECB, september 1998.

The stability oriented monetary policy strategy of the Eurosystem. ECB. Monthly Bulletin, január 1999.

Biat9902.doc