

CENY AKTÍV V EKONOMICKEJ TEÓRII¹

Ing. Silvia Gantnerová, Národná banka Slovenska

Pokračovanie z čísla 8/2004

Rozlíšenie vybraných druhov bublín cien aktív

V prípade tzv. cenových bublín („asset price bubbles“) treba pripomenúť, že je možná ich rôzna interpretácia. Ak ide o pohyb cien v súlade s vývojom základných makroekonomických fundamentov, hovoríme o tzv. „normálnej bubline, resp. žiadnej bubline“ (the „normal“ or „no bubble“). Ak však ide o vývoj cien aktív založený na nerealistických očakávaniach, ktorý sa odchyľuje od vývoja ekonomických fundamentov, ide o tzv. cenové bubliny [3]. Práve tieto pohyby cien na trhu sú nebezpečné. V takomto prípade je situácia oveľa zložitejšia, pričom ovplyvňuje aj riadenie ekonomiky z pohľadu menovej politiky.

Normálne, resp. žiadne cenové bubliny verus škodlivé cenové bubliny

Postavenie cien aktív v menovej politike centrálnych bánk, zameraných na udržiavanie cenovej stability, je veľmi významné. V dlhodobom horizonte ceny aktív (predovšetkým v ponímaní cien akcií, cien podielových fondov, iných majetkových cených papierov a cien nehnuteľností) sú ovplyvnené najmä reálnymi faktormi, ako sú okrem iného aj produktivita, preferencie spoločnosti, resp. demografický vývoj. Z toho vyplýva, že centrálna banka nemôže tieto faktory ovplyvniť ani riadiť a na základe toho nemôže ceny aktív ani cieľovať. Ceny aktív však môžu slúžiť pre menovú politiku ako dôležitý indikátor očakávaného budúceho vývoja a môžu preto často poskytnúť centrálnej banke potrebné informácie spojené s budúcim vývojom rizika v súvislosti s cenovou stabilitou, ktorá je hlavným cieľom menovej politiky.

Treba však zdôrazniť, že nárast cien aktív nemusí vždy naznačovať možný nárast inflačných tlakov. Či ide o inflačné signály alebo nie, je ovplyvnené rôznymi šokmi v ekonomike. Z pohľadu menovej politiky je preto rozhodujúce zistiť povahu šokov, ktoré vyvolali zmeny v cenách aktív, cieľom čoho je zhodnotenie budúceho rizika cenovej stability a následné vhodné nastavenie riadenia menovej politiky.

Pozitívne ponukové šoky (napríklad zvýšenie ponuky práce, zníženie verejných výdavkov a zadlže-

nosti, resp. očakávané zníženie zdaňovania výnosov), napríklad v dôsledku štrukturálnych reforiem, môžu zvýšiť produktivitu a ziskové príležitosti v ekonomike. V prípade, že tieto ekonomické šoky pôsobia prorastovo na ceny aktív (napr. ceny akcií), ale nedôjde zároveň k zvýšeniu produkčnej kapacity ekonomiky, negatívnym dôsledkom môže byť vyššia inflácia.

Formovanie cien aktív (racionálne a špekulatívne očakávania)

Na formovanie cien aktív vo veľkej miere pôsobia očakávania investorov ohľadom budúceho ekonomického vývoja, ktoré však môžu byť racionálne, ale aj tzv. špekulatívne.

Racionálne očakávania investorov [3] ohľadom predpokladaného vývoja economickej aktivity, ktoré ovplyvňujú čistú súčasnú hodnotu budúcich výnosov aktív, sú tvorené väčšinou v štandardných ekonomických podmienkach (v stabilne fungujúcej ekonomike) a nemali by odchyľovať očakávanú hodnotu výnosov od rovnovážnej úrovne. Dopad na zmeny v cenách aktív majú zmeny v dlhodobých očakávaniach v súvislosti s budúcim vývojom ekonomiky a jej hlavných fundamentov, ako sú napríklad úroveň produktivity, ceny výrobných vstupov, daňová politika, resp. reálne úrokové miery. Zmeny týchto očakávaní priamo pôsobia nielen na ceny aktív, na úroveň inflácie, ale aj na celkovú ekonomickú aktivitu.

Škodlivé cenové bubliny

Špekulatívne očakávania, ktoré väčšinou vyvolávajú zvyšovanie cien aktív, môžu vyplývať napr. zo špekulatívneho dopytu po investíciách, ktorý vzniká v prostredí pretrvávajúceho nárastu cenovej hladiny. Očakávania špekulatívnych investorov sú totiž založené na predpoklade naďalej sa zvyšujúcej inflácie a z toho vyplývajúceho znehodnocovania úspor, v dôsledku čoho rastú ceny aktív. V takýchto pod-

¹ Článok vychádza z podkladov prezentovaných na workshope ECB s názvom „Asset prices“, pričom všetky materiály a zdroje uvedené v texte sú zverejnené na internetovej stránke ECB (www.ecb.int). Názory uvedené v tomto príspevku sú názory autorky a nemusia nevyhnutne predstavovať stanovisko NBS.



mienkach súčasne klesá reálna hodnota úverových nákladov (pôžičiek), hodnota investícií sa však neznižuje. Práve takýto proces môže viesť k turbulenciám na trhu cien aktív a k vzniku cenovej bubliny. Súkromný sektor tak môže práve v dôsledku možnosti investovania požičaných finančných prostriedkov (leverage efekt) spôsobiť finančnú krízu. Vplyvom zvýšenia cien akcií (nehnutelností) sa firmám (domácnostiam) zjednodušia možnosti financovania (úverovania), nakoľko sa zníži ich riziková prémie (zvyšuje sa hodnota kolaterálu, ktorý však môže byť vplyvom špekulácií nadhodnotený), v dôsledku čoho rastú investície (spotreba). Môže tak dôjsť k nadhodnoteniu ceny kolaterálu (akcií, resp. nehnuteľností), čo môže mať za následok kolaps (naruší to bilancie ekonomických subjektov) a následný credit crunch a krízu finančného systému.

Špekulatívne očakávania \uparrow inflácie \Rightarrow očakávania \downarrow hodnota nákladov na úvery $\Rightarrow \uparrow$ dopyt po úveroch $\Rightarrow \uparrow$ špekulatívne investície \Rightarrow v prípade pádu cien aktív (\downarrow hodnota kolaterálu, čiže zábezpeky) \Rightarrow kolaps finančného systému \Rightarrow negatívny dopad na HDP

Špekulatívne očakávania \uparrow inflácie \Rightarrow očakávania znehodnocovanie úspor $\Rightarrow \uparrow$ dopyt po iných aktívach \Rightarrow očakávania \uparrow cena iných aktív (nahodnotenie kolaterálov) \Rightarrow očakávania \uparrow príjmov z aktív \Rightarrow očakávania \uparrow bohatstva $\Rightarrow \uparrow$ dopyt po úveroch $\Rightarrow \uparrow$ špekulatívne investície \Rightarrow v prípade pádu cien aktív (\downarrow hodnota kolaterálu, čiže zábezpeky) \Rightarrow kolaps finančného systému \Rightarrow negatívny dopad na HDP

Okrem negatívneho dopadu na bankový a finančný sektor majú však tieto špekulatívne investície aj nepriaznivý vplyv na celkový hospodársky výsledok ekonomiky, ktorý s nimi počíta. V dôsledku ich nahodnotenia, resp. v prípade kolapsu niektorých z nich dôjde totiž v konečnom dôsledku aj k zníženiu HDP.

Ďalším rizikom špekulatívneho nárastu cien aktív je dopad na verejné financie. V tomto prípade v dôsledku špekulatívneho nárastu cien majetkových cenných papierov sa predpokladá zvýšenie daňových príjmov do štátneho rozpočtu, nakoľko sa očakáva nárast príjmov z kapitálu. Takáto „optimistická“ predikcia dovoľuje v dôsledku očakávaných vyšších daňových príjmov na druhej strane znížiť ostatné ne-daňové príjmy a tiež zvýšiť výdavky. Prípadný kolaps cien aktív tak môže mať negatívny dopad aj na vývoj verejných financií (keďže následné zvyšovanie daní by bolo veľmi náročné, jediným možným riešením by bolo zvýšiť zadlženosť).

Z uvedených skutočností vyplýva, že špekulatívne očakávania sú veľmi nebezpečné aj v procese plánovania makroekonomických ukazovateľov, nakoľko predikcie ovplyvnené takýmito skreslenými informáciami môžu rovnako spustiť turbulencie na finančných trhoch a naštartovať proces zvyšovania cien aktív. Napríklad neopodstatnene nadmerné optimistické očakávania znamenajú pre obyvateľstvo signál zvyšovania príjmov, v dôsledku čoho dôjde k nárastu spotreby, čo môže mať negatívny dopad na cenovú hladinu.

Zabezpečenie proti riziku tzv. efektu asymetrických informácií, „morálneho hazardu“ a „adverse selection“

Ďalšími negatívnymi, resp. rizikovými faktormi, ovplyvňujúcimi vývoj na finančných trhoch sú tzv. asymetrické informácie (medzi veriteľmi a dlžníkmi), moral hazard a adverse selection (negatívny, nesprávny výber) [2]. Ide o faktory, ktoré môžu mať škodlivý dopad na formovanie očakávaní a rozhodovanie investorov a v konečnom dôsledku aj na ceny aktív. Takto negatívne ovplyvnené ceny aktív sú súčasťou bohatstva ekonomických subjektov, ktoré je tiež jedným z determinantov ich úverovej schopnosti, t. j. bonity. Jedným zo spôsobov zabezpečenia bankového sektora proti prípadnému negatívnemu dopadu kolapsu cien nehnuteľností je, aby banky požadovali dostatočne vysoké a kvalitné krytie (t. j. kolaterál) poskytnutých úverov. Od kvality a hodnoty kolaterálov vo veľkej miere závisí zdravie bankového systému. Nemenej dôležitým faktorom podpory finančnej stability je zo strany centrálnej banky presadzovanie menovej politiky zameranej na cenovú stabilitu, ktorá pôsobí v smere odbúravania špekulatívnych očakávaní a špekulatívneho investičného dopytu. Jedným z efektívnych spôsobov, ako znížiť riziko takýchto negatívnych dopadov je aj dostatočné finančné, resp. majetkové zainteresovanie majiteľov firiem [2] v záujme čo najlepšieho hospodárenia a dosiahnutia primeraného zisku.

„High-cost asset prices“ and „low-cost asset prices“

Podľa niektorých prístupov [3] sú ceny aktív (resp. dopady v prípade ich kolapsu) podľa ich efektu na ekonomiku klasifikované aj na tzv. vysokonákladové („high-cost asset price booms“) a nízkonákladové („low-cost asset price booms“). „High-cost asset price booms“ sú väčšinou sprevádzané narastaním podielu peňazí v pomere k HDP, podielu úverov v pomere k HDP (spojené s tzv. leverage efektom), ako aj zvyšovaním sa investícií (najmä investícií na bývanie). Obdobie bezprostredne po „high-cost asset

price booms“ je charakteristické prudkým poklesom reálneho ekonomického rastu, a sú to práve ceny nehnuteľností, resp. bytov, ktoré spúšťajú spomínané „high-cost booms“. Jedným z vysvetlení, prečo práve ceny bytov a nehnuteľností zohrávajú takúto úlohu je, že nehnuteľnosti tvoria podstatnú časť aktív domácností.

Celkové náklady kolapsu cien aktív sú ovplyvnené náchylnosťou finančných inštitúcií k finančným krízam, predovšetkým v súvislosti s preferenciami držby aktív v rámci ich finančného portfólia.

Menová politika centrálnej banky primárne orientovanej na cenovú stabilitu

Možný konflikt medzi finančnou a cenovou stabilitou [5]

Centrálna banka, ktorej hlavným cieľom je cenová stabilita, používa ako hlavný nástroj pri riadení menovej politiky úrokové sadzby, ktorých zmena môže mať dopad na úroveň spotrebiteľských cien aj prostredníctvom ich vplyvu na cenu aktív. Cenová stabilita eliminuje neistotu v súvislosti s očakávanými výnosmi a znižuje riziko asymetrických informácií medzi dlžníkmi a veriteľmi. Cenová stabilita teda zároveň podporuje stabilitu cien aktív, nakoľko znižuje riziko špekulatívnych očakávaní, v dôsledku čoho dochádza k posilňovaniu finančnej stability. V dlhodobom horizonte sú takto cenová a finančná stabilita navzájom konzistentné, pričom narušenie jednej môže mať negatívny dopad na druhú.

V krátkodobom časovom horizonte však môže dôjsť ku konfliktu medzi cieľom cenovej a finančnej stability v prípade, že zmeny v cenách aktív môžu byť ovplyvnené špekulatívnymi investíciami s cieľom maximalizovať blahobyť. V takejto situácii centrálna banka môže zareagovať sprísnením menových podmienok (v snahe stabilizovať ceny aktív), čo súčasne môže mať za následok zníženie spotreby a pokles inflácie pod jej vytyčenú úroveň a s tým spojené krátkodobé podhodnotenie cieľa, čo nie je konzistentné s cieľom cenovej stability. V strednodobom, resp. dlhodobom horizonte by však malo dôjsť aj k stabilizácii cenovej hladiny na vytyčenej úrovni.

Snaha o ↑ finančného bohatstva ⇒ ↑ dopyt po akciách ⇒ ↑ P_e (ceny akcií) ⇒ riziko ↑ špekulatívnych investícií ⇒ reakcia MP s cieľom zabrániť špekulatívnym investíciám a stabilizovať ceny akcií ⇒ ↑ úrokových mier ⇒ ↓ spotreba ⇒ ↓ cenová hladina (pod plánovanú úroveň) (⇒ dopad v krátkodobom horizonte)

Práve na základe krátkodobého konfliktu medzi finančnou stabilitou a cieľom cenovej stability vznikajú pochybnosti, či by centrálna banka mala zasahovať do vývoja cien aktív, nakoľko nemôže tieto výkyvy korigovať súčasne. Možný krátkodobý konflikt medzi dosahovaním inflačného cieľa a finančnej stability však môže zaniknúť v prípade, že cieľ cenovej stability pokrýva dostatočne dlhý časový horizont. Centrálna banka s dostatočne dopredu hľadiacou menovou politikou, s cieľom cenovej stability v strednodobom horizonte, totiž zvyčajne vykonáva komplexné analýzy so zohľadnením potenciálneho rizika dopadu nafúknutia a prasknutia cenovej bubliny.

Predikcia vývoja na trhu aktív (hlavne akcií a iných majetkových cenných papierov, t. j. kapitálového trhu) poskytuje informácie dôležité pre správne nastavenie a riadenie menovej politiky [2]. Ceny aktív, ako napríklad ceny akcií, sú dôležitou zložkou bohatstva, ktorého očakávaný vývoj treba odhadovať v súvislosti s budúcim vývojom spotreby. Očakávaná úroveň spotreby je nevyhnutná pre prognózovanie budúceho vývoja HDP. Od očakávanej úrovne HDP je ďalej odvodená tzv. produkčná medzera (output gap), ktorá je potrebná aj pri predikcii inflácie. Z toho vyplýva, že centrálna banka by sa mala zaoberať sledovaním vývoja cien aktív. Nárast volatility cien aktív sa v konečnom dôsledku prejaví aj zvýšením volatility ekonomického rastu a inflácie, čo predstavuje hrozbu pre stabilitu celého finančného systému.

Možné reakcie menovej politiky centrálnej banky v prípade identifikácie rizika výskytu cenovej bubliny

V literatúre venovanej problematike cien aktív nie je vyjadrený jednoznačný postoj k optimálnej reakcii centrálnej banky v období výskytu, resp. narastania cenovej bubliny. Prevláda však všeobecný názor, že najvhodnejším nastavením menovej politiky centrálnej banky, ktorej hlavným cieľom je udržanie cenovej stability, sa javí byť v prípade nadmerného zvyšovania cien aktív sprísnenie menovej politiky prostredníctvom zvýšenia úrokových sadzieb. Napriek tomu, že takáto reakcia môže mať za následok v krátkodobom horizonte zníženie inflácie pod vytyčenú úroveň, vplyvom tejto zmeny by sa ekonomika v strednodobom horizonte mala vyhnúť makroekonomickej nerovnováhe spojenjej so zvýšenou volatilitou na trhu aktív a kolísaním cenovej hladiny.

Podľa vybranej literatúry [1] je niekedy možná včasná identifikácia vznikajúcej finančnej nerovnováhy, hroziacej negatívnym dopadom na output a infláciu. Pre zachytenie tejto potenciálnej nerovnováhy je však potrebný cieľový horizont dlhší ako jeden-dva



roky, čo zodpovedá časovému horizontu sledovanému pri uplatňovaní režimu inflačného cielenia vo väčšine krajín používajúcich tento režim. Rozšírenie časového horizontu smerom dopredu (strednodobý horizont) je potrebné v súvislosti s uvedením si úlohy finančnej nerovnováhy vo vývoji ekonomiky. Menová politika a jej nastavenie by totiž mala byť založená na sledovaní vývoja premenných s určitým časovým posunom. Práve na základe tohto prístupu by sa pri predikcii dopadov zmien v menovej politike na jej strednodobé a dlhodobé ciele mali používať tzv. „forward-looking“ indikátory (akými sú aj ceny aktív obchodovaných na kapitálových trhoch). Pravdepodobnosť včasnej identifikácie prípadnej nerovnováhy v takto nastavenom režime riadenia menovej politiky sa významne zvyšuje.

Centrálne banky by však mali pri riadení svojej menovej politiky reagovať na zmenu cien aktív len v prípade rizika, že by ich vývoj mohol negatívne ovplyvniť očakávanú úroveň inflácie, prípadne ohroziť cieľ cenovej stability (v strednodobom horizonte), resp. stabilitu finančného systému.² Podľa niektorých teórií najlepším spôsobom, ako obmedziť (resp. mať pod kontrolou) dopad cenových bublín na infláciu a ekonomický rast, je prispôbiť úrokové miery pohybu cien aktív. To však neznamená, že by centrálna banka mala cieľiť ceny aktív. Spomínaný spôsob je však konzistentný aj s cieľom cenovej stability. Keďže indikátorom narastania cenových bublín je prudký nárast cien aktív počas relatívne krátko obdobia, centrálna banka by sa mala v takejto situácii pružne a pomerne rýchlo rozhodnúť, či uprednostní relatívne striktné dodržanie vytyčeného cieľa (inflačného), alebo zasiahne proti narastaniu cenovej bubliny.

Centrálne banky môžu ovplyvniť zmeny cien aktív, resp. reagovať na ne niekoľkými spôsobmi:

- úrokovou politikou, t. j. zmenou sadzieb³,
- zahrnutím napr. cien bývaní do cenového indexu, ktorý vytyčuje (takto ich dostane pod kontrolu), [2]
- implementáciou regulačných nástrojov, resp. opatrení (priame nástroje menovej politiky – úverové limity, moral susasion, t. j. morálne presvedčanie, kapitálové obmedzenia, t. j. Cookovo pravidlo kapitálovej primeranosti),
- uplatňovaním úlohy centrálnej banky ako veriteľa

² Mishkin a White (2002), Schwartz (2002).

³ Borio a Lowe (2002) uvádzajú tri argumenty, prečo by centrálna banka nemala svojou úrokovou politikou bojovať proti nestabilite v prípade cenových bublín: (1) náročnosť z pohľadu centrálnej banky včas identifikovať bubliny (v reálnom čase), (2) riziko, že menovo-politická reakcia bude mať vedľajšie negatívne účinky, (3) problém odôvodnenia reakcie pred verejnosťou.

poslednej inštancie („lender-of-last-resort“) v období po prasknutí cenovej bubliny (t. j. vo fáze recesie, nízkeho hospodárskeho rasu, keď ekonomika potrebuje dodať likviditu).

Prasknutie cenovej bubliny (prudký prepád cien aktív) môže mať za následok výrazný prepád agregátneho dopytu a s tým spojené znižovanie inflácie (v dlhodobom horizonte) prostredníctvom pôsobenia kanála bohatstva (v dôsledku jeho poklesu), pričom rovnako je ohrozená stabilita finančného systému vplyvom negatívneho dopadu prípadného „credit crunch“ efektu. V tejto súvislosti totiž vzniká otázka, či by centrálna banka nemala vopred (vedomá si týchto dopadov) uvoľniť menovú politiku a znížiť úrokové miery, ak je vysoká pravdepodobnosť prasknutia bubliny. V prípade, že na takúto zmenu (zníženie sadzieb) nie je v ekonomike priestor (úrokové miery sú na veľmi nízkej, resp. nulovej úrovni), jednou z možností by tiež mohlo byť dodanie likvidity do bankového sektora prostredníctvom nákupu aktív v podobe cenných papierov, čo by zároveň pomohlo opätovne zvýšiť ceny týchto aktív.

V súvislosti s menovou politikou a jej vplyvom na finančnú stabilitu je však jednoznačné, že posilňovaniu finančnej stability pomáha jasne deklarovaná a presadzovaná protiinflačná politika.

Na záver možno doložiť citát, ktorý použil vo svojom vystúpení na túto tému prof. Otmar Issing, člen Výkonnej rady ECB: „Uznávam (pripúšťam), že ešte nikto nenašiel a nedefinoval odpoveď na to, akým spôsobom by centrálna banka mala najvhodnejšie reagovať na vývoj cien aktív. Táto otázka však bude stále aktuálnejšia a jej význam sa bude s akumulujúcim sa bohatstvom zvyšovať, preto sa centrálna banka nemôže tomuto problému vyhnúť.“ [5]

Použitá literatúra

1. Borio, C.: Should credits come back from the wilderness?
2. Cecchetti, S.: Should central banks respond to asset price movements? Theory and evidence.
3. Detken, C., Masuch, Smets, F.: Issues raised at the ECB workshop on Asset prices and monetary policy.
4. Detken, C., Smets, F.: Asset price booms and monetary policy: some stylised facts.
5. Issing, O.: Introductory statement at the ECB workshop on Asset prices and monetary policy.