

KOMENTÁR

24. jún 2022

Geografia ECB

Menovú politiku v centrálnej banke určuje len niekoľko ľudí. Každý z nich má svoj vlastný profesionálny príbeh od krajiny kde sa narodil, cez školy, ktoré absolvoval, prax, svoj vlastný pohľad na svet. Nás zaujímalo, z akých krajín pochádzajú ľudia, ktorí rozhodujú v Európskej centrálnej banke a či to má vplyv na ich rozhodovanie alebo pozerajú na eurozónu „komplexne“ ako na jednu menovú úniu. Zvlášť nás zaujímalo vedenie banky.

Európska centrálna banka má viacero orgánov, ale ten najdôležitejší, ktorý rozhoduje o nastavení menovej politiky, je Rada guvernérov (angl. Governing Council). Tvorí ho šesť členov vedenia banky (Výkonná rada, Executive board – guvernér, viceguvernér a štyria ďalší členovia) – a guvernéri centrálnych bánk jednotlivých členských štátov eurozóny. Aktuálne je v eurozóne 19 krajín, Radu guvernérov tvorí 25 členov. V roku 1999 založilo eurozónu 11 krajín a teda v Rade guvernérov bolo vtedy 17 členov. Ďalší postupne pribúdali tak ako boli do eurozóny prijímaní noví členovia.

Prvým prezidentom ECB bol od 1. júna 1998 do 30. októbra 2003 Holanďan Wim Duisenberg. Od 1. novembra 2003 do 31. októbra 2011 ho nasledoval Francúz Jean-Claude Trichet, potom od 1. novembra 2011 do 31. októbra 2019 Talian Mario Draghi a od 1. novembra 2019 s výhľadom do 31. októbra 2027 je na čele ECB opätovne Francúzka Christine Lagarde. Z toho vyplýva, že takmer polovicu času od vzniku eurozóny 1. januára 1999 doteraz (k 30. júnu 2022) banku viedol Francúz, tretinu času Talian a pätinu času Holanďan.

Prvým viceguvernérom bol Francúz Christian Noyer (1998 – 2002), potom Grék Lucas Papademos (2002 – 2010), Portugalčan Vítor Constâncio (2010 – 2018) a od roku 2018 je viceguvernérom Španiel Luis de Guindos. Tretinu času bol na poste viceguvernéra Grék, tretinu Portugalčan a po šiestine Francúz a Španiel. V najužšom vedení ECB na poste prezidenta alebo viceprezidenta nikdy s výnimkou 17 mesiacov medzi rokmi 2002 / 2003 a dvoch mesiacov v roku 2011 nechýbal Francúz.

V celom šesťčlennom vedení banky (vo Výkonnej rade) nikdy neboli členovia z Cypru, Malty, Estónska, Lotyšska, Litvy, Slovenska a Slovinska, a teda

z krajín, ktoré neboli v eurozóne od začiatku resp. od roku 2001 (Grécko vstúpilo do eurozóny dva roky po jej vzniku, v roku 2001, ako 12. krajina).

Na druhej strane, takmer nepretržite boli vo vedení banky zástupcovia Talianska a aj zástupcovia Nemecka. Prihliadnuc na to, odkedy je krajina členom, nadpriemerne vo vedení banky participovalo okrem Talianska, Nemecka a Francúzska aj Španielsko, a teda štyri najväčšie ekonomiky eurozóny.

Rozdeľme teraz krajiny na severské a južanské. Severské budú Írsko, Belgicko, Holandsko, Luxembursko, Francúzsko, Nemecko, Rakúsko, Slovensko, Litva, Lotyšsko, Estónsko a Fínsko, a teda 12 krajín. Južanské budú Portugalsko, Španielsko, Taliansko, Malta, Slovinsko, Cyprus a Grécko, a teda 7 krajín. Nejde len o geografické rozloženie, ale južanské krajiny majú dlhodobo väčšie ekonomické nerovnováhy, väčšie dlhy, vyššie výnosy na dlhopisoch a rastú pomalšie. Menová politika by tu mala byť jemnejšia než na severe.

Potom podľa toho rozdelenia na sever a juh bolo vedenie banky (Výkonný výbor) rozdelené proporcionálne, kopírovalo geografické a teda aj ekonomické rozloženie eurozóny z pohľadu rozdelenia na sever a juh. Prakticky však, keďže severských krajín je viac (12) než južanských (7) a hlas každej krajiny a každého člena vedenia banky je rovnocenný, potom banka vlastne zastupuje s „dvojtretinovou väčšinou“ sever.

Samozrejme, hoci formálne je každý hlas rovnocenný, niektorí členovia sa prejavujú viac či majú väčší vplyv, a niektorí menej. K dispozícii máme dve analýzy z roku 2016 a z roku 2021¹.

Prvá analýza posudzovala „zhovorčivosť“, v podstate početnosť mediálnych výstupov. V roku 2016 bol „najuvravnenejším“ guvernér rakúskej centrálnej banky Ewald Nowotny. Na druhom mieste boli členovia Výkonného výboru (vedenia ECB) Francúz Benoît Coeure a Belgičan Peter Praet a aj guvernér nemeckej centrálnej banky Jens Weidmann. Samotný guvernér ECB Mario Draghi bol v mediálnych výstupoch až na treťom mieste. Naopak, so žiadnymi alebo len s občasnými mediálnymi výstupmi sme sa stretli pri

guvernéroch za Grécko, Cyprus, Luxembursko, Maltu, Portugalsko a Slovensko (Jozef Makúch).

Druhá analýza z roku 2021 nehodnotila početnosť mediálnych výstupov, ale odhadovala skutočný vplyv členov Rady guvernérov ECB na výkon menovej politiky celej banky. Samozrejme, keďže ECB nezverejňuje kto ako hlasoval, aj tu bola podkladom mediálna aktivita.

Najvplyvnejšou osobou bola guvernérka Christine Lagarde nasledovaná päťcou ostatných členov Výkonnej rady. Na treťom mieste sa umiestnili guvernéri francúzskej a nemeckej centrálnej banky a na štvrtom holandskej a španielskej banky. A teda veľkosť vplyvu člena Rady guvernérov závisela od funkcie a potom od veľkosti ekonomiky, ktorú guvernér zastupoval. Mimochodom, najmenej vplyvným členom bol guvernér z Cypru a Lotyšska. Luxemburský a maltský guvernér mali tak málo výstupov, že ich vplyv bol neodhadateľný.

Obe analýzy zároveň aj posudzovali nastavenie členov rady guvernérov na tzv. škále holub (angl. dove) – jastrab (angl. hawk). Holub je taký centrálny bankár, ktorý uprednostňuje opatrnú, miernu, expanzívnu menovú politiku podporujúcu hospodársky rast aj za cenu o niečo vyššej inflácie. Jastrab naopak preferuje znížiť infláciu aj za cenu ekonomického spomalenia, podporuje v tej istej situácii odvážnu, prísnu, reštriktívnu menovú politiku.

V roku 2016 boli zo šiestich členov vedenia banky až štyria prívrženci holubičej politiky, vrátane prezidenta Maria Draghiho a viceprezidenta Vítor Constância. Obaja pochádzajú z južanských krajín, Taliansko a Portugalsko. Ostatní štyria členovia, dvaja holubovia a dvaja jastrabi, boli „zo severu“.

Ďalší členovia Rady guvernérov, a teda guvernéri centrálnych bánk zo severných krajín, boli približne rovnakým dielom aj holubičím aj jastrabím. Neplatilo teda, že sever = jastrabia, prísna menová politika. Guvernéri južanských krajín boli väčšinou nečitateľní, nebolo jasné, akú pozíciu zastávajú.

Celkovo, keďže vedenie banky bolo skôr holubičie a navyše malo väčší vplyv, ECB bola v roku 2016 holubičia, mierna, expanzívna.

V roku 2021 sa situácia zmenila. Klesol počet centrálnych bankárov, ktorí sa vyjadrovali tak málo, že ich názor nebolo možné hodnotiť – zo šiestich

v roku 2016 na dvoch (Luxembursko a Malta) v roku 2021. Bankári boli teda čitateľnejší.

Vedenie banky sa posunulo smerom k jastrabej politike. Od mierneho guvernera Draghiho a mierneho viceguvernera Constância smerom k neutrálnej Lagarde a neutrálnemu de Guindosovi. Celkovo, kým predtým bolo vedenie banky skôr holubičie, teraz je neutrálne.

Pri guvernéroch centrálnych bánk sa prejavila ich štátna príslušnosť. Tí zo severných krajín sú väčšinou jastrabi a tí z južanských krajín ešte väčšou väčšinou holubičím. Ako keby viac zastupovali svoju krajinu než eurozónu ako celok. Teraz je úlohou vedenia spájať rozdielne názory severných a južanských guvernérov do menového výstupu prijateľného pre všetkých. Celkovo sú guvernéri teraz neutrálni a keďže rovnako aj vedenie banky, celá banka je teraz neutrálna. Posun banky smerom k prísnejšiemu pohľadu je zrejмый, zrejмый je však aj „vnútorná opozícia“.

Pre porovnanie, vedenie americkej centrálnej banky je dlhodobo skôr holubičie², ale guvernéri jednotlivých pobočiek (FED má 12 pobočiek) sú skôr jastrabi. Rozloženie miernych a prísnych bankárov nezávisí od oblasti, ktorú zastupujú (vidiecke / mestské štáty, západné / východné a pod.). Dlhodobo, medzi najväčších jastrabov patrili guvernéri z pobočky v Clevelande a New Yorku, medzi najväčších holubov patrili guvernéri z Philadelphie a zo San Francisca.

Celkovo jastrabmi vo vedení FEDu boli skôr muži, riaditelia regionálnych pobočiek, protestanti a katolíci, s predchádzajúcim pôsobením vo FEDE a vo verejnom sektore a menovaní republikánmi. Naopak holubmi boli skôr ženy, členovia vedenia banky, židovského vierovyznania a s predchádzajúcim zamestnaním v komerčnom bankovníctve a v školstve a menovaní demokratmi.

Aktuálne je vo Výbore pre menové záležitosti väčšina jastrabov, guvernér Jerome Powell je však neutrálny a viceguvernér John Williams holub. Posledné júnové hlasovanie bolo ale paradoxné. Z 11 členov Výboru hlasovalo za zvýšenie sadzieb o 0.75 percentuálneho bodu 10 členov, okrem 4 jastrabov aj ostatných 6 holubov, neutrálnych a nezistiteľných. Za menšie zvýšenie len o 0.5 percentuálneho bodu bol paradoxne jeden jastrab. A teda nič nie je čiernobiele a jednoznačné.

Richard Tóth
hlavný ekonóm

¹ *Bloomberg Intelligence Unit, 2016 a 2021*

² *Perceived FOMC: Michael Bordo & Klodiana Istrefi: The Making of Hawks, Doves and Swingers, Working paper, Banque de France, 2018*

Kontakt: Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6531. Fax: +421 2 3226 6910. E-mail: research@privatbanka.sk, toth@privatbanka.sk. Web: www.privatbanka.sk

Upozornenie: Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla kvôli vyššej politickej a ekonomickej nestabilite a nerozvinutému trhu a systému rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplývajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.