

Working Papers Pracovní texty

Working Paper No. 5/2002

Jak vyřešit problém deflace? – Příklad Japonska

Helena Horská

INSTITUT PRO EKONOMICKOU A EKOLOGICKOU POLITIKU

A

KATEDRA HOSPODÁŘSKÉ POLITIKY

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE – FAKULTA NÁRODOHOSPODÁŘSKÁ

Institut pro ekonomickou a ekologickou politiku
Vysoká škola ekonomická v Praze – Fakulta národohospodářská
Katedra hospodářské politiky

Pracovní text číslo 5

Jak vyřešit problém deflace? – Příklad Japonska

Projekt: GAČR 402/02/1290A

Helena Horská

Helena Horská – Česká spořitelna a. s., Vysoká škola ekonomická, Praha

Abstrakt

Analýza hospodářské situace Japonska a dosavadních opatření na podporu skomírající ekonomiky ukazuje cesty, jimiž by se Japonsko mělo vydat, pokud má zájem vypořádat se s dlouhotrvající deflací a hospodářským poklesem. První strategií boje proti deflaci připadající v úvahu je zlepšení koordinace měnové a fiskální politiky. Měnová politika by měla být aktivnější a uvolněná fiskální politika by měla podpořit hospodářské oživení. Druhou strategií boje proti deflaci představuje oslabení jenu. Realizace této strategie by však narazila na problém omezené flexibility japonské ekonomiky a s velkou pravděpodobností by se také setkala s nevolí obchodních konkurentů. Nicméně jakákoliv vhodná hospodářsko-politická strategie ve svém důsledku povede k oslabení domácí měny. Ale pouhá úprava kurzu by problém deflační spirály nevyřešila. Třetí možností, jak bojovat proti deflaci, je adaptovat režim cílování inflace, který by po přechodnou dobu byl doprovázen „nekonvenčními“ měnověpolitickými opatřeními. Rozbor předností a omezení jednotlivých strategií však hovoří ve prospěch jejich vzájemné kombinace. Řešením japonské deflačně-recesní spirály je tedy vzájemná kombinace makroekonomických politik vycházejících z uvedených strategií.

Klíčová slova: Japonsko, recese, past likvidity, oslabení jenu, cílování inflace.

JEL klasifikace: B220, E310, E510, E520, E620.

Obsah

1. Úvod.....	4
2. Co se stalo v Japonsku?.....	5
3. Deflace z pohledu ekonomické teorie	7
4. Jak se vymanit z trvalé deflace.....	11
5. Závěr	17
Zdroje	19

1. Úvod

Vývoj japonského hospodářství v posledních dvou desetiletích je ponurým příkladem toho, jak zhoubná umí být deflace. Zatímco přechodný pokles cenové hladiny může pomoci obnovit ekonomickou rovnováhu, v případě Japonska tomuto ozdravnému procesu stojí v cestě mnoho překážek, například nerestrukturalizované hospodářství a břemeno nesplácených dluhů. Tyto a další problémy stáhly japonské hospodářství do deflačně-recesní spirály.

Tento článek poukazuje na to, jak deflace ruku v ruce s nepříznivými ekonomickými podmínkami komplikuje již tak špatnou hospodářskou situaci a znemožňuje nalézt jednoduché řešení. Některé myšlenky a návrhy uvedené v následujícím textu byly převzaty od Paula Krugmana, který ve svých nesčetných publikacích prezentoval svůj osobní názor na řešení japonské deflace. Tento text s využitím méně konvenčních ekonomických teorií Krugmanovy ideje rozpracovává, a je-li to třeba, tak i koriguje. Příkladem může být fiskální teorie cenové hladiny nebo teorie cílování inflace, které nabízí zajímavý pohled na japonskou problematiku.

Článek je strukturován následovně: Druhá kapitola popisuje ve stručnosti hlavní příčiny dlouhotrvajících hospodářských problémů Japonska. Teorií deflace se pak zabývá třetí kapitola. Rozbor základních principů deflace umožní nejen pochopit příčiny a proces deflace, ale nabízí i řešení takové situace. Čtvrtá kapitola popisuje vhodné makroekonomické strategie, které by Japonsku pomohly vypořádat se s fenomény deflace, recese a pasti likvidity. Pátá kapitola shrnuje hlavní myšlenky této práce a rekapituluje nejvhodnější makroekonomické strategie boje proti japonské deflační spirále.

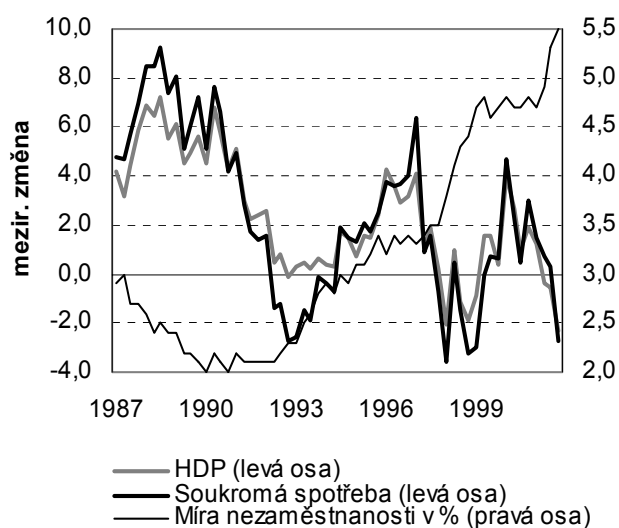
2. Co se stalo v Japonsku?

Japonsko se již po dvě desetiletí potýká s hospodářskými problémy komplexního charakteru. Jeden z prvních impulzů, které zpustily deflační proces v Japonsku, byl kolaps cen aktiv. V letech 1987-1990 jsme byli svědky přehřátí japonského trhu s aktivy. Tehdy se například hodnota Nikkei indexu za tak krátké období zdvojnásobila. V osmdesátých letech minulého století rostly svižně i ceny pozemků. Zpočátku uvolněná měnová politika japonské centrální banky, dodávající do ekonomiky stále více likvidity, přispěla k „úspěšnému“ rozvoji bubliny na trhu s aktivy. V období svižného růstu cen aktiv se výrazně zvyšovaly i investiční výdaje japonských firem, neboť nadhodnocené akcie snižovaly náklady externího financování. V roce 1991 centrální banka Japonska (BoJ) v obavě před přehřátím trhu s aktivy v několika krocích zvýšila oficiální diskontní sazbu a uvalila limit na poskytování komerčních bankovních úvěrů. Tato opatření společně se zavedením povinnosti bank udržovat alespoň minimální kapitálovou přiměřenost v březnu 1991 způsobila pokles nabídky bankovních úvěrů. Na konci roku 1990 došlo ke zvratu a ceny aktiv začaly klesat. Později přichází i hospodářské zpomalení. Specifické vlastnosti místní ekonomiky stejně jako politika nízké inflace podnítily rozvoj deflačně-recesní spirály.

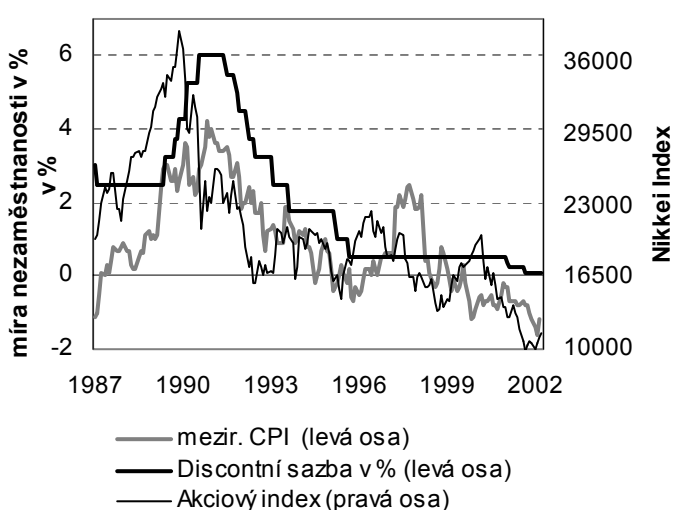
Rapidní posílení japonského jenu letech 1985-1987, kdy se japonská centrální banka účastnila koordinovaných intervencí v neprospěch dolaru¹, snížilo konkurenceschopnost japonských firem na zahraničních trzích. Posílení jenu tudíž zintenzívnilo potřebu nákladné restrukturalizace místní ekonomiky. Ve stejnou dobu probíhala také liberalizace japonské ekonomiky, která narušovala tradiční firemní strukturu - „keiretsu“ a „zaibatsu“. Deflace

¹ Podle dohody z hotelu Plaza se země skupiny G5 dohodly na společných intervencích, které vyústily v apreciaci jenu z 240 YEN/USD v roce 1985 cca na 150 Jen/USD v roce 1987.

v cenách aktiv a nákladná restrukturalizace japonských podniků se významně projevila i v bilanci komerčních bank. Objem špatných úvěrů se zřetelně zvýšil a neočekávaný pokles cenové hladiny redistribuoval reálný kapitálový výnos od čistých věřitelů k čistým dlužníkům. Finanční situace dlužníků se destabilizovala, čímž rostlo riziko „nepříznivého výběru“. Výsledkem byl nejen pokles nabídky úvěrů ze strany bank, ale také poptávky po úvěrech ze strany firem i domácností (tzv. "credit crunch"). Míra nezaměstnanosti překonávala každým rokem historická maxima a nepříznivý demografický vývoj vyvolával mezi Japonci obavy z propadu životní úrovně v období stáří. To vše motivovalo japonské domácnosti k ještě vyšší spořivosti. Volné finanční zdroje byly však ve většině případů drženy v likvidní formě. Domácí poptávka klesala a s ní i využití výrobních kapacit. Za těchto podmínek omezily podniky svoji investiční aktivitu na minimum. Přebytek úspor nad investicemi vzrostl navzdory téměř nulovým nominálním úrokovým sazbám. Vysoká důvěryhodnost protiinflační politiky japonské centrální banky se odrazila v inflačních očekáváních ekonomických subjektů. Ta v žádném případě nepočítala s růstem cenové hladiny, spíše naopak s jejím budoucím poklesem, eventuálně stagnací. Uvolňování likvidity centrální bankou a redukce intervenčních sazeb na téměř nulovou hodnotu nepřinesly výrazné zvýšení peněžní zásoby. Lze tedy říci, že se japonská ekonomika propadla do pasti likvidity a deflace zároveň.

Graf Indikátory ekonomické aktivity

Zdroj: Bloomberg, 2002

Graf.1 Cenové indikátory

Zdroj: Bloomberg, 2002

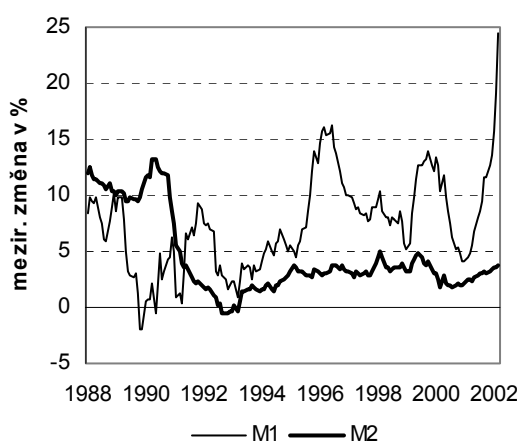
3. Deflace z pohledu ekonomické teorie

Neokynesiánská teorie (IS-LM)

Fenomén deflace je spojován s přebytkem výrobních kapacit. V takovém případě by měnová autorita měla svoji politiku uvolnit a snížit úrokové sazby. Bohužel existuje situace, za které je uvolnění měnové politiky neúčinné. Jedná se o past likvidity. Úrokové sazby jsou na tak nízké úrovni, že poptávka po penězích se stává nekonečnou. Pohyb sazeb směrem dolů tak nestimuluje ani domácí spotřebu. Měnová politika selhává, neboť jakýkoliv přírůstek peněžní nabídky zůstane v likvidní formě. Ekonomické subjekty nejsou ochotny poskytovat půjčky či investovat do dluhopisových cenných papírů. Tudíž centrální banka může svými opatřeními zvýšit peněžní bázi, ale nemůže kontrolovat růst peněžního agregátu. Nefunguje také úrokový ani úvěrový kanál měnové politiky. Ekonomická teorie nabízí řešení – uvolnění rozpočtové politiky. V podmínkách nízkého multiplikátoru veřejných výdajů

(vysoká míra úspor versus nízká míra spotřeby) je však fiskální expanze rovněž odsouzena k neúspěchu. Navíc, pokud ekonomické subjekty uvažují racionálně, budou očekávat, že současná uvolněná rozpočtová politika bude někdy v budoucnu nahrazena rozpočtovou restrikcí (viz Ricardiánská ekvivalence²). V takovém případě by se uvolnění fiskální politiky minulo účinkem. V očekávání restrikce, která by následovala po expanzi, by klesala současná poptávka a s ní i ceny na trhu.

Graf.2 Peněžní zásoba



Zdroj: Bloomberg, 2002

Neokynesiánská teorie otevřené ekonomiky (IS-LM-BP)

Neokynesiánská teorie otevřené ekonomiky předpokládá, že rovnováha mezi úsporami a investičními výdaji může být obnovena prostřednictvím změny reálného měnového kurzu. Daná ekonomika „vyveze“ přebytek úspor do zahraničí, přičemž rostoucí poptávka po zahraniční měně oslabí kurz domácí měny. Deficit finančního účtu platební bilance (vývoz kapitálu) je pokryt přebytkem na běžném účtu. Slabá domácí měna totiž podpoří vývozní aktivitu

² Ricardiánská ekvivalence říká, že dluh vlády nereprezentuje čisté bohatství soukromého sektoru jako celku. Státní dluhopisy jsou aktivem, jehož hodnota bude dříve či později vykompenzována daňovým závazkem.

místních firem a přivede obchodní bilanci do přebytku. Cesta k ekonomickému oživení je tak otevřena.

Fiskální teorie cenové hladiny

Podle fiskální teorie cenové hladiny (viz například Perotti) hraje fiskální politika klíčovou roli v boji proti sebenaplňující se deflaci, kdy domácnosti a podniky omezují své současné výdaje v očekávání poklesu budoucí cenové hladiny. Přesto má podle této teorie zůstat měnová politika v čele rozhodovacího procesu a na změny v ekonomice reagovat jako první. Tato teorie předpokládá, že aktivní měnová politika ovlivní inflační očekávání a že závazek vlády uvolnit fiskální politiku zabrání dalšímu poklesu cenové hladiny.

V případě strategie cílování peněžního agregátu (nebo úrokového pravidla) stačí pouze, aby se k závazku měnové politiky přidala i vláda. Ta by si měla stanovit minimální úroveň či tempo růstu nominálních závazků, čímž by zabránila rozvinutí sebenaplňující se deflace. Klíčem k odvrácení trvalé deflace je tedy důvěryhodný závazek vlády, že podpoří ekonomiku trpící deflací růstem vládního zadlužení. V takovém případě se soukromému sektoru zvýší aktiva vůči státu. Ekonomičtí aktéři se budou cítit bohatší a vytlačí ceny nahoru. V takovém okamžiku, ale ne dříve, by měla vláda zbrzdit růst svých výdajů a korigovat předchozí zvýšení svého dluhu.

Nové keynesiánství – mezičasová optimalizace spotřeby a mezičasový přístup k analýze běžného účtu

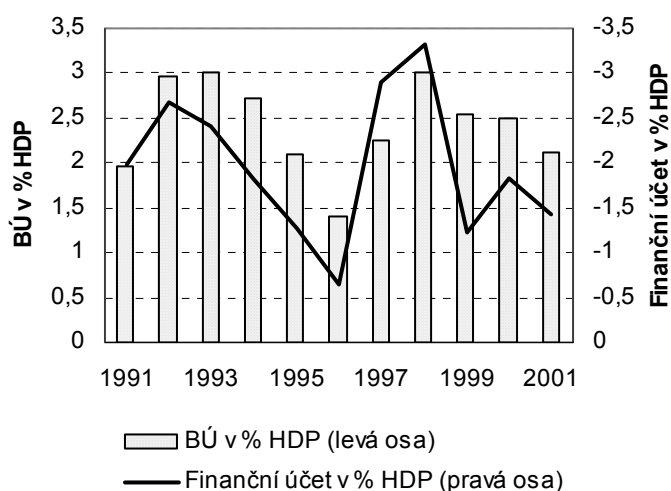
Teorie mezičasové optimalizace předpokládá, že domácnosti maximalizují svůj celkový užitek rozhodováním o objemu současné a budoucí spotřeby podle svých osobních časových preferencí. Aby se domácnost vzdala jedné jednotky současné spotřeby, vyžaduje $(1+r)$ jednotek budoucí spotřeby.

Pakliže domácnosti očekávají pokles cenové hladiny, sníží současnou spotřebu ve prospěch budoucí a předpokládají, že si v budoucnu za stejný objem výdajů pořídí více zboží. V takovém případě je individuální diskontní sazba „ r “ velmi vysoká a v podmínkách převisu úspor nad investicemi vyšší než reálný výnos z investic.

Obnovit rovnováhu mezi investicemi a úsporami je možné například tím, že domácnosti změni své preference ve spotřebě. Tyto preference závisí ale také na očekávané budoucí cenové hladině. Spotřebitelé musí být proto přesvědčeni o budoucím růstu cen, aby zvýšili svoji současnou spotřebu a omezili úspory.

V otevřené ekonomice může probíhat proces obnovy rovnováhy mezi úsporami a investicemi přes běžný účet platební bilance. Přebytek úspor ve velké ekonomice vytváří tlak na světové úrokové sazby a zvyšuje objem vyváženého kapitálu do zahraničí. Výsledkem je růst objemu investic na celosvětové úrovni. Změna spotřebitelských preferencí ve velké ekonomice může prostřednictvím poklesu světových úrokových sazeb ovlivnit objem investic na mezinárodní úrovni. To však neplatí u malé ekonomiky, která nemá takovou váhu v mezinárodním toku kapitálu a zboží. V teoretickém případě by velká ekonomika mohla zaznamenat nejen růst domácích úspor, ale i investic. V ostatních ekonomikách by rostly pouze investice, objem úspor by ale klesal. Běžný účet velké ekonomiky by tak dosáhl přebytku, zatímco u obchodních partnerů by se běžný účet obrátil do deficitu.

Graf.3 Platební bilance



Zdroj: Bloomberg, vlastní výpočty, 2002

4. Jak se vymanit z trvalé deflace

Výše zmíněné teoretické koncepty naznačují několik způsobů, kterými by se mohl teoreticky vyřešit problém trvalé deflace a dlouhodobé recese japonské ekonomiky. Nejvýznamnější z nich jsou:

1. zlepšení a prohloubení spolupráce mezi měnovou a fiskální politikou
2. oslabení jenu a dovoz inflace ze zahraničí
3. aplikace nekonvenčních měnověpolitických opatření a zavedení režimu cílování inflace.

Lepší spolupráce fiskální a měnové politiky

Fiskální teorie cenové hladiny klade důraz na koordinaci měnové a fiskální politiky. Japonsko by se mělo proto na tuto oblast zaměřit a pokusit se vylepšit a prohloubit spolupráci mezi měnovou a fiskální autoritou. Měnová politika by měla stát v čele hospodářské politiky a pokusit se ovlivnit inflační

očekávání domácích subjektů. Fiskální politika by měla podpořit toto úsilí a prosadit dlouhodoběji uvolněnou rozpočtovou politiku.

Opakované ujišťování ze strany japonských činitelů, že vláda zastaví či zvrátí současný růst vládních výdajů, je však tou nejméně vhodnou politikou bez ohledu na vysoký státní dluh Japonska. Pokud veřejnost věří, že tyto sliby budou někdy naplněny, ztrácí uvolněná fiskální politika svůj pozitivní vliv na ekonomiku. Domácnosti a firmy do svého chování zabudují očekávanou restrikcí veřejných výdajů, která má negativní vliv na jejich čisté bohatství. Ceny jsou tak tlačeny stále dolů navzdory uvolněné fiskální politice.

Depreciace jenu

V malé otevřené ekonomice s flexibilním měnovým kurzem je nepružnější cenou aktiva kurz domácí měny. Podle teoretických předpokladů by oslabení jenu mělo povzbudit domácí ekonomiku prostřednictvím růstu exportu. Ve skutečnosti v důsledku existence mnoha řekážek v japonské ekonomice se tento předpoklad nemusí naplnit.

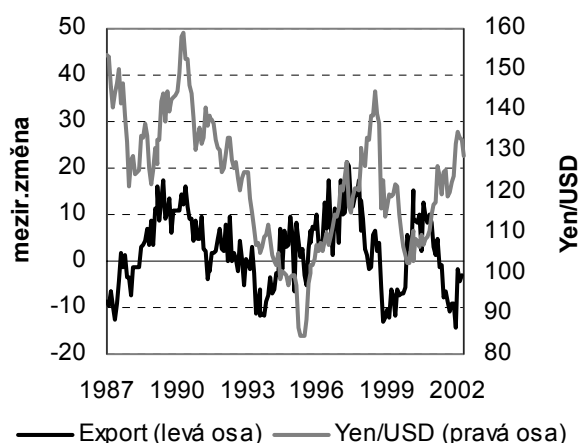
Zaprvé, nízký podíl zahraničního obchodu na HDP a nízká cenová elasticita exportu a importu připustí pouze nepatrné reálné oslabení domácí měny. Graf 4.1 naznačuje, jak slabá je závislost japonského vývozu na kurzu jenu. Aby se tedy změna měnového kurzu setkala s patřičnou odezvou na straně vývozu, muselo by se jednat o velmi významné oslabení jenu (zhruba k úrovni 160 YEN/USD). Tudiž přebytek na běžném účtu platební bilance ve výši 1 % HDP není dostatečně vysoký, aby zajistil vyrovnaní přebytku úspor nad investicemi v rozsahu 2 % HDP. Navíc ekonomické subjekty vnímají oslabení jenu pouze jako dočasný jev, i když oficiální úrokové sazby jsou blízké nule, neboť předpokládají, že růst exportu a repatriace výnosů ze zahraničí bude

opět zvyšovat poptávku po jenu. Kromě toho lze předpokládat, že v případě jakékoliv krize by domácí, většinou konzervativní investoři repatriovali své investice zpět do Japonska, čímž by podpořili sílu jenu.

Za druhé, v Japonsku řídí a kontroluje devizové rezervy ministerstvo financí a ne centrální banka, jak je zvykem ve většině států světa. O devizových intervencích rozhoduje tudíž ministerstvo financí. Díky tomuto méně obvyklému institucionálnímu uspořádání podléhá rozhodování o intervencích i politickým zájmům. Ačkoliv japonská vláda by jistě uvítala oslabení měny, zdráhá se vyhlásit explicitní politiku slabého jenu v obavě před silnou kritikou ze strany ostatních asijských ekonomik. Kromě geopolitických překážek masivní intervence proti jenu je tu další problém, a to potřebný rozsah intervencí. Pokud by se vláda pokusila uzavřít mezeru mezi úsporami a investicemi, musela by prodat na devizovém trhu jen v objemu 10-15 % HDP [Krugman, 1999].

Za třetí, rozsáhlé oslabení japonské měny by s největší pravděpodobností spustilo vlnu depreciací asijských měn. Konkurenční oslabení měn v Asii by mohlo zasáhnout až 30 % světového obchodu. Deflační tlaky by se tak přenesly i do USA a Evropy, které patří mezi významné dovozce asijských produktů. Podle odhadu Suisse First Boston by zastavení deflace v Japonsku vyžadovalo alespoň 25% oslabení jenu na zhruba 150-160 YEN/USD. V takovémto hypotetickém případě by ostatní asijské ekonomiky byly nuceny v zájmu zachování konkurenceschopnosti následovat příkladu Japonska. Nižší dovozní ceny a silnější cenová konkurence ze zahraničí by v USA a Evropě stlačily ceny nebezpečně blízko nule. Nakonec i tyto země by musely přistoupit k výraznému uvolnění měnové politiky ve snaze zabránit rozvinutí deflace na jejich území.

Graf.4 Export versus Jen



Zdroj: Bloomberg, 2002

Vhodný režim měnové politiky a opatření hospodářské politiky

Dříve, než se začneme zabývat vhodnými opatřeními měnové politiky, která by měla Japonsko vyvést z deflačně-recesní spirály, je vhodné se zamyslet nad vhodným režimem měnové politiky.

Podle fiskální teorie cenové hladiny je za podmínek trvalé deflace jednoznačně nevhodný režim měnové politiky založený na úrokovém pravidle. Při dosažení nulové hranice nominálních sazeb toto pravidlo ztrácí jakoukoliv vypovídací schopnost. Ani cílování peněžní zásoby není dostatečně akceschopné, aby zabránilo trvalé deflaci. Přestože tento režim není omezen jako v předchozím případě nulovou hodnotou nominálních sazeb, růst reálných peněžních zůstatků povzbuzuje poptávku jen do určité meze. Tou mezí je úroveň reálných peněžních zůstatků dosažená při nulových úrokových sazbách. Zvýšení peněžních zůstatků nad tuto úroveň nemá žádný vliv na poptávku. Podle R. Perottiho [Perotti, 2001] je chybný dokonce i Krugmanův předpoklad [Krugman, 1999], že očekávaný růst budoucí peněžní zásoby může vést ke znovuoživení inflace a snížení reálných úrokových sazeb při nulových nominálních sazbách a nakonec k odstranění deflace. Perotti

však tvrdí, že v tomto případě bude dosaženo pouze nového bodu rovnováhy, který odpovídá vyšším reálným peněžním zůstatkům. Sebenaplnující se deflace se může ale rozvinout i v podmínkách vysokého tempa růstu peněžní zásoby.

V případě reálného ekonomického šoku, jako je například přechodná deflace, může zabránit prudké a dlouhotrvající deflaci strategie měnové politiky, která je schopna vyvolat očekávání budoucího růstu cen. Podle mého názoru je cílování inflace tou nejvhodnější strategií měnové politiky.

Bohužel však pouhé zavedení režimu cílování inflace nevyvede ekonomiku z pasti likvidity. Musí být změněn nejen režim měnové politiky, ale také způsob komunikace a myšlení aparátu centrální banky, neboť režim cílování inflace je postaven na transparentnosti a důvěryhodnosti centrální banky.

Jedním z klíčových prvků cílování inflace je vymezení inflačního cíle. Z hlediska velikosti statistické chyby měření inflace pomocí indexu spotřebitelských cen (CPI) by neměl být inflační cíl stanoven pod hladinou 2 %. V takovém případě by významně vzrostlo riziko vzniku situace, která by vyžadovala nemožné -- záporné nominální úrokové sazby.³

V teorii cílování inflace se obecně předpokládá, že odchylka od inflačního cíle je centrálními bankéři vnímána symetricky. Jinak řečeno centrální banka minimalizuje ztrátovou funkci v kvadratické formě:

$$\text{Min}(L) = \lambda E(p-p^*)^2 + (1-\lambda)E(y-y^*)^2,$$

³ Podle simulačních testů roste frekvence výskytu období, ve kterých je dosaženo dna nominálních úrokových sazeb, z méně než 2 % v případě 5% nominálních úrokových sazeb na více než 20 % u 2% úrovně úrokových sazeb [McCallum, 2001, p.27].

kde L je ztrátová funkce centrální banky, $E(p-p^*)$ vyjadřuje očekávanou odchylku skutečné inflace p od cílované míry inflace p^* , která je zároveň považována za společensky optimální míru inflace; $E(y-y^*)$ je očekávaná mezera produktu. Parametr λ kvantifikuje váhu, neboli význam inflační odchylky z hlediska rozhodování centrální banky. V případě „striktní“ verze režimu cílování inflace je parametr λ roven jedné. Kladný koeficient λ nižší než jedna odpovídá tzv. „flexibilnímu“ režimu cílování inflace.

Má-li být zachována konzistentnost s režimem cílování inflace, musí centrální banka posuzovat rizika „podstřelení“ či „nadstřelení“ inflačního cíle rovnocenně -- nebo-li mít symetrický pohled na inflační odchylky.

Specifičnost problémů japonské ekonomiky vyžaduje však více než změnu režimu měnové politiky. Ojedinelá kombinace nepříznivých ekonomických podmínek volá tudíž po nekonvenčních řešeních – kvantitativním uvolnění měnové politiky prostřednictvím nesterilizovaných devizových intervencí a neobvyklých tržních operacích.

Ačkoliv japonská centrální banka ve snaze demonstrovat své odhodlání podpořit ekonomiku uvolněním měnové politiky již provedla několik nesterilizovaných intervencí proti silnému jenu, nezískala tato aktivita zatím potřebnou důvěryhodnost. Bez té je však její boj proti deflaci ztracený. V únoru 2002 se centrální banka rozhodla podpořit vládní protideflační balíček zvýšením objemu měsíčních nákupů vládních dluhopisů na úroveň 1 miliardy jenů. Rovněž upustila od požadavku, aby komerční banky deponovaly na jejím účtu 10-15 miliard jenů. Podle Krugmana by uvolnění měnové politiky prostřednictvím nákupu dlouhodobých státních dluhopisů, jež by vytlačilo dlouhodobé výnosy nahoru, vyžadovalo, aby centrální banka

po dobu několika let skupovala státní dluhopisy v řádu stovek miliard jenu (10-15 % HDP). Přechodné uvolnění měnové politiky by ekonomické subjekty nepřesvědčilo o riziku budoucího růstu cen. Tato strategie je bohužel v delším časovém horizontu nerealizovatelná vzhledem ke své značné finanční náročnosti. Stejně tak je kvantitativně omezena i strategie nesterilizovaných intervencí proti jenu.

5. Závěr

Závěrem bych shrnula doporučení pro hospodářskou politiku Japonska. Na základě předchozí analýzy problémů japonské ekonomiky lze specifikovat vhodné makroekonomické strategie, které by si dokázaly poradit s deflační spirálou. Takové strategie však musí nutně pokrývat širokou škálu hospodářsko-politických opatření.

Přechodné uvolnění měnové a fiskální politiky se ukázalo být neefektivní. Důvod je jednoduchý – nedokáže změnit očekávání ekonomických subjektů. K tomu, aby se ekonomika vymanila z pasti likvidity, potřebuje „nezodpovědnou“ měnovou politiku, která nebude bránit růstu cen. Taková politika musí být důvěryhodná a rozsah jejího uvolnění velký. Podle mého názoru je strategie cílování inflace jeden z nejvhodnějších režimů měnové politiky. Zkušenosti mnohých zemí s cílováním inflace naznačují, že tento novodobý režim přispívá obecně ke zvýšení důvěryhodnosti a transparentnosti měnové politiky. Nicméně japonská centrální banka by musela přijmout relativně vysoký inflační cíl, výrazně vyšší, než by odpovídalo průměrné inflaci v historii Japonska. Vzhledem ke statistickým nepřesnostem v měření inflace by inflační cíl neměl být nižší než 2 %. Navíc záporné reálné úrokové sazby ve výši -2 % zřídka povzbudí ekonomiku a domácnosti ke zvýšení

spotřeby. Ve snaze přesvědčit ekonomické subjekty, že budoucí cenová hladina poroste, by měnová autorita měla použít jak konvenčních, tak i nekonvenčních nástrojů, jakými například jsou nesterilizované intervence a zvyšování peněžní zásoby prostřednictvím nákupu státních dluhopisů. Uplatněním nezvyklých opatření demonstruje centrální banka svoji rozhodnost pokračovat v uvolňování měnové politiky.

Ruku v ruce s uvolněním měnové politiky by měla jít i rozpočtová expanze, která by pomohla držet reálné úrokové sazby v záporných hodnotách. Například snížení daňové zátěže nejen u spotřeby, ale i investic může být vhodnou cestou, jak podpořit snahu centrální banky. Jakmile se v ekonomice objeví první signály inflace, měnová politika musí zůstat uvolněná, aby podpořila růst inflace na požadovanou úroveň. Ačkoliv je jasné, že takovýto mix hospodářských politik povede k oslabení jenu, samotná devalvace japonské měny by problém zhoubné deflace nevyřešila!

Závěrem bych chtěla zdůraznit, že síla a účinnost makroekonomické politiky by neměla být přeceňována. Japonsko trpí hlubokými mikroekonomickými problémy především ve finančním sektoru. Bankovní sektor je paralyzován vysokým objemem špatných úvěrů, jejichž objem odpovídá zhruba 7 % HDP. Strukturální a bankovní reforma je nezbytná pro životaschopné oživení ekonomiky.

Zdroje

1. FRAIT, J., MELECKÝ, M., a HORSKÁ, H., (2002): Recese, deflace, bankovní krize a past likvidity v Japonsku. Praha, Politická ekonomie, 2, p. 263-280.
2. GOYAL, V.K. – YAMADA, T. (2000): Asset Price Bubbles, Investment, and Liquidity: Evidence from Japan. NBER, 2000.
3. KRUGMAN, P.R (1999): Thinking about the Liquidity Trap. Paper for NBER/CEPR/TCER Conference in Tokyo, <http://web.mit.edu/krugman/www/trioshrt.html>.
4. KRUGMAN, P.R. (1998a): It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. [Brookings Papers on Economic Activity, No. 2, p. 137-205.](http://www.brookings.edu/papers/1998/2/krugman)
5. KRUGMAN, P.R. (1998b): Japan: What Went Wrong? <http://web.mit.edu/krugman/www/japan.html>.
6. KRUGMAN, P.R. (1999a): Can Deflation Be Prevented? <http://web.mit.edu/krugman/www/deflator.html>.
7. KRUGMAN, P.R. (1999b): Japan: Still Trapped. <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap2.html>.
8. KRUGMAN, P.R. (1999c): Japan's Trap. <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html>.
9. MC CALLUM, B.T. (2001): Inflation Targeting and Liquidity Trap. NBER, Working Paper, No. 8225, April 2001.
10. OBSTFELD, M., a ROGOFF, K. (1996): "Foundation of International Macroeconomics", in MIT Press, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Massachusetts, London.

11. PEROTTI, R. (2001): Lecture Notes on Fiscal Policy. Kiel Institute of World Economics, Germany.
12. WALSH, C. E. (2000): Monetary Theory and Policy. MIT Press, London. ISBN 0-262-23199-9.