



**VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE  
FAKULTA FINANCÍ A ÚČETNICTVÍ**

# **DISERTACE**



VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE  
FAKULTA FINANCÍ A ÚČETNICTVÍ  
OBOR: HOSPODÁŘSKÁ POLITIKA A SPRÁVA

Název disertační práce:

**Deflace a měnová politika  
(se zaměřením na deflaci na přelomu 20. a 21.  
století, zejména na Japonsko)**

Autor: Robert Kufa

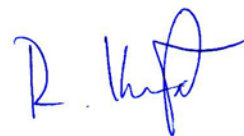
Vedoucí disertační práce: Doc. Ing. Jitka Koderová, CSc.

## PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že jsem disertační práci vypracoval samostatně a všechny citace a parafráze řádně vyznačil v textu. Veškerou použitou literaturu a podkladové materiály uvádím v příloženém seznamu literatury.

V Praze, dne 4.9.2006

Robert Kufa



-----  
podpis

Mnohokrát děkuji vážené paní Doc. Ing. Jitce Koderové, CSc. za cenné rady, věcná doporučení a vedení, které mi ochotně poskytla v průběhu přípravy mé disertační práce.

# Obsah

<b>1</b>	<b>POJETÍ DEFLACE A ZÁKLADNÍ PŘÍSTUPY K DEFLACI.....</b>	<b>3</b>
1.1	DEFLACE V EKONOMII HLAVNÍHO PROUDU .....	6
1.1.1	<i>Deflace v modelu AS-AD a jednotlivé typy .....</i>	6
1.1.2	<i>Determinanty deflace .....</i>	8
1.1.3	<i>Deflace a náklady .....</i>	10
1.2	DEFLACE V POJETÍ RAKOUSKÉ EKONOMICKÉ ŠKOLE .....	16
1.2.1	<i>Teorie hospodářského cyklu.....</i>	16
1.2.2	<i>Taxonomie deflace .....</i>	17
1.2.3	<i>Deflace a náklady .....</i>	20
<b>2</b>	<b>HISTORICKÉ ZKUŠENOSTI S DEFLACÍ.....</b>	<b>22</b>
2.1	DEFLACE V REŽIMU ZLATÉHO STANDARDU .....	22
2.1.1	<i>Deflace v 19. století.....</i>	24
2.1.2	<i>Deflace v období po 1. světové válce .....</i>	26
2.1.2.1	<i>Deflace v Československu po skončení 1. světové války.....</i>	28
2.1.2.2	<i>Vývoj v Japonsku ve 20. letech a vyústění v deflací.....</i>	31
2.1.3	<i>Hospodářská krize a deflace ve 30. letech 20. století .....</i>	34
2.2	DEFLACE PO OPUŠTĚNÍ REŽIMU ZLATÉHO STANDARDU .....	40
2.2.1	<i>Deflace v USA na konci 30. a 40. let 20. století.....</i>	40
2.2.2	<i>Mírná deflace v 50. letech 20. století.....</i>	42
2.2.3	<i>Deflace na přelomu 20. a 21. století .....</i>	43
2.2.3.1	<i>Argentina .....</i>	44
2.2.3.2	<i>Čína.....</i>	49
2.2.3.3	<i>Hongkong.....</i>	52
2.2.3.4	<i>Makao .....</i>	56
2.2.3.5	<i>Tchaj-wan .....</i>	59
2.2.3.6	<i>Singapur.....</i>	62
<b>3</b>	<b>JAPONSKO .....</b>	<b>64</b>
3.1	EKONOMICKÁ SITUACE JAPONSKA V LETECH 1985 - 2005 .....	64
3.2	BANKOVNÍ SEKTOR A PROBLEMATIKA KLASIFIKOVANÝCH ÚVĚŘŮ .....	72
3.3	MĚNOVÁ POLITIKA .....	77
3.4	CHARAKTER JAPONSKÉ DEFLACE.....	83
3.4.1	<i>Měnová politika z pohledu indexu měnových podmínek .....</i>	84
3.4.2	<i>Spotřeba a dopad důvěry spotřebitelů na vývoj CPI.....</i>	91
3.4.3	<i>Deflace jako možný důsledek technologického pokroku .....</i>	95
3.4.4	<i>Je japonská deflace dobrou nebo špatnou deflací?.....</i>	96
<b>4</b>	<b>DEFLACE A KONSEKVENCE PRO MĚNOVOU POLITIKU .....</b>	<b>97</b>
4.1	DEFLACE V JEDNOTLIVÝCH OBDOBÍCH A VZTAH K DEPRESI .....	97
4.2	FAKTORY PŮSOBÍCÍ NA POKLES CENOVÉ HLADINY NA PŘELOMU 20. A 21. STOLETÍ .....	99
4.3	DEFLACE ČI ZMĚNA RELATIVNÍCH CEN? .....	104
4.4	DEFLACE A OPTIMÁLNÍ MĚNOVÁ POLITIKA .....	106
4.5	PROBLEMATIKA JAPONSKÉ MĚNOVÉ POLITIKY V BOJI S DEFLACÍ.....	111

# Úvod

Deflace je téma, které se zdálo být vyřešeno díky vývoji v 2. polovině 20. století, kdy cenová hladina rostla rychlejším tempem než by si asi většina centrálních bankéřů přála. Věřilo se, že deflace se již nemůže stát problémem v hospodářském vývoji některé z ekonomik. Konec 90. let 20. století a začátek nového tisíciletí však znamenal výskyt deflace v několika zemích, zatímco v jiných při velmi nízké inflaci blížící se nulovým hodnotám panovala hrozba, že cenový vývoj se změní v deflační. V živé paměti jsou dodnes dopady deflace z poslední velké zkušenosti při Velké hospodářské krizi, proto každé přiblížení se cenové hladiny negativnímu vývoji znamenalo rozvíření klidných vod a varování před možností roztočení deflační spirály.

Deflace představuje téma, ke kterému není jednotný přístup. Některými autory je deflace brána jako čistě negativní prvek ekonomiky, kterému je nutno se za každou cenu vyhnout, jinými je brána jako stav, ke kterému by měla ekonomika a měnová politika směřovat. Pojetí se liší především na základě teoretického přístupu jednotlivých ekonomických škol. Cílem práce je v teoretické oblasti podat srovnání přístupu a pojetí deflace v ekonomii hlavního proudu a rakouské ekonomické školy.

V další části je cílem práce analýza významných empirických případů deflace se zaměřením na případy deflace z přelomu 20. a 21. století v Argentině, Číně, Hongkongu, Makau, Tchajwanu, Singapuru a především v Japonsku. Na základě těchto případů je záměrem identifikovat společné faktory, které se podílely na deflaci, resp. změně relativních cen, a současně je záměrem práce provést distinkci mezi pojmy deflace a negativní vývoj cenové hladiny v důsledku změny relativních cen.

Při analýze deflace a vlivu měnové politiky bude zaměřena pozornost na případ deflace v Japonsku. Japonsko představuje výjimečný případ ekonomiky, která po období se silným růstem upadla do dlouhodobé recese. Tato recese trvala dlouhých 15 let a první náznaky oživení se začaly objevovat až v roce 2005, přičemž deflace se vyskytovala v Japonsku téměř 8 let. Pozornost je proto věnována vývoji japonského hospodářství od poloviny 80. let minulého století společně s vývojem měnové politiky uplatňované Bank of Japan a faktorům, které vedly k deflaci. Cílem je určit, do jaké míry byla měnová politika odpovědná za následnou deflaci. Pro zodpovězení této otázky bude zkonstruován index měnových podmínek MCI, který by měl odhalit, jestli příliš restriktivní měnová politika nemohla být příčinou pro dlouho trvající deflaci v japonské ekonomice. Vedle konstrukce indexu měnových podmínek budou zvaženy i další možné faktory, které měly vliv či se mohly podílet na poklesu cenové hladiny.

# **1 Pojetí deflace a základní přístupy k deflaci**

Deflace je intuitivně vnímána jako opak inflace, tj. pokles cen. Pozornost jí je věnována řadou ekonomů po dlouhou historii zejména ve spojení s negativními projevy, které jsou vnímány citelněji než v případě inflace.

I když existuje mezi ekonomy do jisté míry konzistentní pohled na projevy a důsledky inflace, tato konzistence již nepanuje v případě pokusu o vlastní definici deflace a shledáváme, že v pojetí různých ekonomů je deflace vykládána různě. Samozřejmě shora uvedený „pokos o definici deflace“ je příliš vágní, než aby jej bylo možno exaktně uchopit. Na tomto místě tak uvádím přehled definic deflace, na které je možno narazit v ekonomické literatuře.

Ve studii Mezinárodního měnového fondu zabývající se deflací můžeme nalézt vyjádření definice deflace „jako trvalý pokles agregátních cen jako je index spotřebitelských cen či deflátor HDP“.<sup>1</sup> Současně tato studie dodává, že pokles agregátních cen v jednom nebo ve dvou čtvrtletích není hrozba a naproti tomu i mírná nepřetržitá deflace je hrozba v podobě zvýšené ekonomické nejistoty či narušení alokace zdrojů.

Podobně přistupuje k deflaci rovněž Willem H. Buiter<sup>2</sup>, když definuje deflaci jako „trvalý pokles všeobecné cenové hladiny zboží a služeb, tj. trvale negativní míra inflace“.<sup>3</sup>

Tyto dvě definice vnímají pojetí deflace přes agregátní cenovou hladinu, která je měřena cenovým indexem určitého koše zboží a služeb, přičemž odrážejí do značné míry dnešní většinové pojetí. Toto pojetí se však nekryje s dřívějšími ani dnešními představiteli rakouské školy.

Významným představitelem rakouské školy byl Ludwig von Mises, který odmítal pojem cenová hladina měřená cenovým indexem z důvodu přesvědčení o zjednodušující abstrakci, neboť každý spotřebitelský koš je pouze reprezentativní a neexistuje možnost jak sestavit index, který by změřil skutečnou inflaci či deflaci. Z toho důvodu pracuje s kupní silou peněz a v jeho díle se nemůžeme setkat s žádnou přesnou definicí inflace, a tím pádem ani deflace. O deflaci mluví jako o pojmu, kterému je v teoretickém zkoumání možno přiřadit pouze jediný racionální význam: „Deflace (nebo restrikce, nebo kontrakce) znamená snížení množství peněz (v širším smyslu), které není vykompenzováno odpovídajícím snížením poptávky po penězích (v širším smyslu), čímž musí dojít ke vzrůstu objektivní kupní síly peněz.“<sup>4</sup>

Další významný představitel rakouské školy, Fridrich A. von Hayek, je při definici deflace poměrně stručnější, když za deflaci označuje „pokles v množství peněz“.<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> Rogoff (2003), str. 6

<sup>2</sup> Původem holandský ekonom, který působí jako hlavní ekonom a zvláštní poradce Evropské banky pro obnovu a rozvoj

<sup>3</sup> Buiter (2003), str. 2

<sup>4</sup> Mises (1981), str. 272

<sup>5</sup> Hayek (1979), str. 40

Za citaci stojí rovněž pojetí deflace Františka Vencovského, podle kterého je deflací „vždycky zvýšení kupní síly peněžní jednotky, a to jak vnější v jejím kurzu, tak vnitřní v cenové hladině“.<sup>6</sup>

Ač výše uvedené citace poskytují různou formulaci definice deflace, všechny tihnou ke společnému meritu, kterým je vliv množství peněz v ekonomice na celkovou cenovou hladinu. Změna množství peněz a všeobecné cenové hladiny určují přitom kupní sílu peněžní jednotky. Rakouská ekonomická škola typicky akcentuje samotné množství peněz v ekonomice, zatímco ekonomie hlavního proudu se soustředí na projev množství peněz v ekonomice ve změně cenové hladiny. Klíčovou determinantou je tedy nabídka peněz  $M^S$  a poptávka po peněžích  $M^D$  a adekvátní odraz v kupní síle peněz. Platí:

- Je-li  $M^S > M^D \Rightarrow \uparrow P$ , tj. dojde-li ke snížení poptávky po peněžích nebo nabídka peněz roste rychleji než poptávka po peněžích, pak dojde k růstu cenové hladiny a snížení kupní síly peněz

a naopak

- Je-li  $M^S < M^D \Rightarrow \downarrow P$ , tj. dojde-li ke snížení nabídky peněz nebo poptávka po peněžích roste rychleji než nabídka peněz, pak dojde k poklesu cenové hladiny a zvýšení kupní síly peněz

Na tomto místě bych uvedl ještě jednu definici deflace, která poměrně výstižně uchopuje podstatu deflace v kontextu změny cenové hladiny a změny kupní síly peněz. „Za deflací můžeme označit dlouhodobější nepřetržitý pokles cenové hladiny, který je spojen s nedostatečnou emisí peněz a který vede k růstu kupní síly peněz“, jejímž autorem je Zbyněk Revenda.<sup>7</sup> Tato definice dle mého názoru nejlépe postihuje problematiku deflace a spojuje pohled přes cenovou hladinu s pohledem přes měnovou politiku. Pokles cenové hladiny totiž podmiňuje současným snížením nabídky peněz, resp. vyšší poptávkou po peněžích než je aktuální nabídka, aby pokles cenové hladiny mohl být označen za deflaci, tj. slovem deflace.

Zatímco definice deflace opírající se o nerovnováhu mezi nabídkou a poptávkou po peněžích a z ní pramenící změna kupní síly je pravděpodobně teoreticky správnější, definice deflace využívající změny cenového indikátoru ke kvantifikaci úrovně deflace a inflace je z hlediska praxe operativnější a lépe uchopitelná. Změna spotřebních cen jako indikátoru však naráží na několik neopominutelných problémů, které jsou, ač z opačné strany, identické k problémům při určení skutečné výše inflace:

- 1) ne každá záporná změna ceny (cenového indikátoru) musí znamenat deflaci
- 2) vhodnost spotřebitelských cenových indexů (CPI) k měření změny cenové hladiny a vlivu na kupní sílu peněz

V případě bodu 1) je první námitkou skutečnost, že pokud se dostane cenový index krátkodobě do negativního pásma (např. jedno či dvě čtvrtletí, jak se o nich zmiňuje dříve

<sup>6</sup> Vencovský (1999), str. 23

<sup>7</sup> Revenda (2004), str. 336



citovaná studie Mezinárodního měnového fondu), nemusí se ještě jednat o deflací, neboť pro tu je vyžadován dlouhodobý nepřetržitý pokles. Druhou námitkou může být fakt, že i když by se jednalo o dlouhodobý nepřetržitý pokles, nemusí jít ještě stále o deflací ve významu vynuceného růstu kupní síly peněz. Může se totiž jednat pouze o změnu cen pod vlivem dlouhodobého příznivého vývoje nominálního měnového kurzu (zhodnocení) či cen základních komodit (pokles).

V případě bodu 2) je možné vznést také 2 námitky. Zaprvé, CPI představuje pouze jistou reprezentativní část zboží a služeb a nebere v potaz změnu cen aktiv jako jsou cenné papíry a nemovitosti. U cen aktiv totiž také dochází často k poměrně silným inflačním a deflačním vývojům, přičemž dopady nezůstávají izolovány pouze na tento segment ekonomiky, ale mohou se projevit napříč celou ekonomikou. V případě inflačních tlaků v cenách aktiv bývá toto momentum přeneseno přes efekt blahobytu rovněž do chování spotřebitelů (tlak na zvyšování cen zboží a služeb) či přes Tobinovu teorii  $q$  do investičního chování firem (růst výdajů na investice). Deflační vývoj cen aktiv (většinou v podobě prasknutí cenových bublin) má rovněž významný dopad do ekonomiky a to v opačném směru než v případě popsaného inflačního tlaku cen aktiv. I když změna cen aktiv může mít dopad do ceny zboží a služeb a měnová politika by z tohoto titulu měla brát ohled na vývoj cen aktiv, je na straně nezahrnutí vývoje cen aktiv do širšího cenového indexu jeden silný argument. Tím je skutečnost, že v případě změny cen aktiv je podstatně složitější určit, jaká změna ceny odráží změnu fundamentální hodnoty daného aktiva a v jakém případě jde o inflační / deflační vývoj, než je tomu v případě změny cen zboží a služeb.

Druhou námitkou, podstatně relevantnější, je obecně známý fakt systematického nadhodnocování skutečné inflace měřené pomocí CPI (tzv. CPI bias). K tomuto závěru došla v roce 1996 komise vedená Michaelem Boskinem při studiu vlivu nadhodnocování inflace měřené CPI (Boskin (1996)). Závěr této studie ukázal, že inflace v USA měřená CPI nadhodnocuje skutečnou inflaci pravděpodobně v rozsahu 1 až 2 procentních bodů za rok. Jako zdroje tohoto systematického nadhodnocování byly identifikovány: 1. substituční vliv (0,2 – 0,4 %), 2. vliv místa nakupování (0,1 – 0,3 %), 3. změna kvality (0,2 – 0,6 %), 4. nové produkty (0,2 – 0,7 %) a 5. vliv samotného vzorce pro výpočet (0,3 – 0,4 %). Tato studie posloužila jako základ doporučení pro přepracování metodiky výpočtu inflace. Od roku 1996 tak došlo zajisté ke snížení velikosti tohoto negativního vlivu, nicméně velikost souhrnného dopadu těchto vlivů je i dnes odhadována na 0,5 – 1,0 procentního bodu za rok.<sup>8</sup> V případě vysoké inflace toto nadhodnocení patrně nehraje větší roli, ale v případě nízké a velmi nízké inflace jde jistě o významný posun, který může způsobit záměnu poklesu cen za jejich růst.

Další zkoumání deflace, jejich typů a nákladů žádá kvůli různému pojetí prezentovanému v uvedených citacích náhled z pozice ekonomie hlavního proudu a rakouské školy. Rozdíl bude vysvětlen v následujících dvou kapitolách.

---

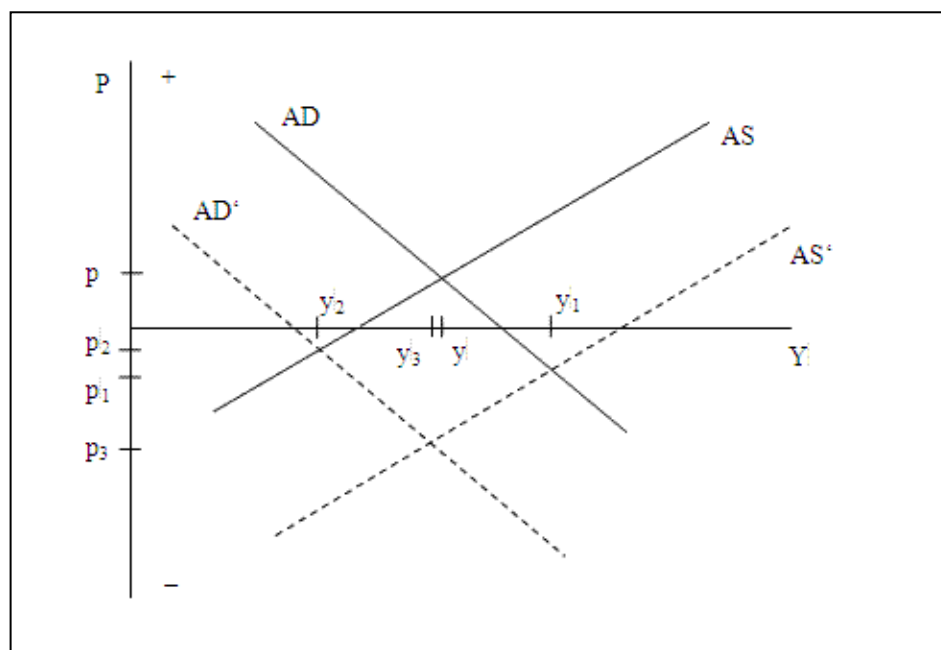
<sup>8</sup> Rogoff (2003), str. 7

## 1.1 Deflace v ekonomii hlavního proudu

### 1.1.1 Deflace v modelu AS-AD a jednotlivé typy

Základní ilustrační nástroj pro znázornění deflace je model agregátní nabídky a agregátní poptávky AS-AD, viz. graf 1.1.

Graf 1.1 – Deflace z pohledu modelu AS-AD



V něm předpokládáme ekonomiku operující na úrovni potenciálního produktu  $y$  při úrovni cen  $p$ . Je-li ekonomika vystavena pozitivnímu nabídkovému šoku, dojde k posunu křivky agregátní nabídky AS do nové polohy AS', která představuje zvýšení produktu na úroveň  $y_1$  a pokles cen na úroveň  $p_1$ . Za příčiny pozitivního nabídkového šoku můžeme označit:

- nadbytečné výrobní kapacity
- technologické inovace znamenající růst produktivity práce
- změna daňového systému jako např. snížení daní z příjmů
- prudký pokles cen klíčových komodit
- silné posílení měnového kurzu znamenající vzrůst importů
- liberalizace v oblasti obchodu, trhu práce nebo finančního trhu
- zlepšená očekávání dlouhodobé politické a ekonomické stability

Druhou situací vzniku deflace je negativní poptávkový šok, který vede k poklesu křivky agregátní poptávky AD do polohy AD', tj. při nižší úrovni výstupu  $y_2$  a současně

s poklesem cen na úroveň  $p_2$ . Za příčiny takového negativního poptávkového šoku je možno považovat:

- prudký pokles cen aktiv (akcie, nemovitosti)
- změna preferencí domácností ve prospěch úspor místo současné spotřeby
- růst nezaměstnanosti v důsledku nepružnosti nominálních mezd
- recese a deflační vývoj v zemích hlavních obchodních partnerů
- přehnaně restriktivní měnová politika
- restriktivní fiskální politika (snížení fiskálních výdajů, zvýšení daní)
- výrazné oslabení měnového kurzu u ekonomiky závislé na dovozech

V grafu poslední znázorněnou situací je kombinace pozitivního nabídkového šoku a negativního poptávkového šoku, kdy dochází k růstu agregátní nabídky AS do  $AS'$  a současně k poklesu agregátní poptávky AD do  $AD'$ . Cenová hladina v této modelové situaci klesá podstatně hlouběji než v předchozích dvou situacích, až na úroveň  $p_3$ . Velikost důchodu je v grafu 1.1 určena na úrovni  $y_3$ , obecně však platí, že vliv na úroveň produktu je v této situaci nejednoznačný a je odvislý od toho, který z šoků bude silnější.

Tento triviální modelový popis implikuje tendenci dělit deflaci na tzv. dobrou a špatnou. V případě *dobré deflace* působí pozitivní nabídkový šok, který tlačí dolů cenovou hladinu. Při dostatečně nízké počáteční úrovni inflace dojde k deflačnímu vývoji, který je doprovázen růstem produktu, vyššími zisky, růstem produktivity práce ospravedlňujícím růst reálných mezd, vyššími cenami aktiv a silným výkonem finančního sektoru.

*Špatná deflace* je spojována s nedostatečnou agregátní poptávkou v dobách hospodářské recese, která při počáteční nízké úrovni inflace se projeví poklesem cenové úrovně do negativního teritoria. Ne každá hospodářská recese se však musí projevit deflačním vývojem. Pokud počáteční inflace na začátku hospodářského cyklu byla signifikantně vysoká, pak se hospodářská recese může projevit pouze jako desinflace.

U Michaela D. Bordo se můžeme setkat ještě s jednou kategorií deflace, která souvisí s typologizací deflace na dobrou a špatnou. Vedle nich rozeznává ještě tzv. *hroznou deflaci*<sup>9</sup>, která je vyhocenou špatnou deflací a je spojována s vážnými hospodářskými recesemi. Při nich se negativní poptávkový šok přenáší v podobě rostoucích špatných dluhů, bankrotů a finančních krizí do negativního nabídkového šoku. Za takto vážnou hospodářskou recesi je považována konkrétně hospodářská krize ve 30. letech minulého století.

---

<sup>9</sup> v anglickém originále „*ugly deflation*“ (Bordo (2004b))

### 1.1.2 Determinanty deflace

V posledním desetiletí se tématem deflace zabývali nejdetailněji především ekonomové z řad neokeynesiánců. Hlavním představitelem je zde Paul Krugman, který na tématu deflaci věnoval řadu článků a studií.<sup>10</sup> Níže uváděné determinanty proto do velké míry sledují neokeynesiánské uvažování. V jejich pojetí existují tři hlavní determinanty deflace, které jsou dány nerovnováhou na trhu:

- 1) zboží a služeb
- 2) zápůjčních fondů
- 3) peněz

#### **□ Nerovnováha na trhu zboží a služeb**

Nerovnováhou na trhu zboží a služeb je míněna existence přebytečné výrobní kapacity, která je shledávána jako základní příčina deflace. Geneze vzniku deflačních tlaků v tomto případě je následující: růst výrobní kapacity díky vysoké míře investic a prudký vzrůst produktivity výrobních faktorů vede při stagnující nebo ne stejně rychle rostoucí poptávce (protože důchod není rozdělen stejnoměrně) k poklesu cen výrobního zboží. V jednoduchém modelu AS-AD v grafu 1.1 je tato situace zachycena v první variantě, kdy dochází k posunu křivky AS doprava vlivem rostoucí výrobní kapacity, což povede za předpokladu ostatních věcí nezměněných k poklesu cenové hladiny. Problematické je v tomto případě právě vymezení „za předpokladu ostatních věcí nezměněných“. Jestliže se totiž v ekonomice objeví deflační tlaky, může centrální banka na negativní vývoj cenové hladiny reagovat zvýšením nabídky peněz, který bude mít za následek růst reálných peněžních prostředků a následný posun křivky AD směrem doprava nahoru. To by při dostatečném zvýšení peněžní nabídky mělo kompenzovat deflační tlaky.

V systému fixního měnového kurzu však nemá centrální banka možnost zvyšovat nabídku peněz, neboť je z dlouhodobého hlediska zavázána držet stanovenou úroveň fixního kurzu. Zvýšená peněžní nabídka by měla za následek devalvační tlak na měnový kurz, kterému by centrální banka musela čelit stahováním peněz (restriktivní politika).

#### **□ Nerovnováha na trhu zápůjčních fondů**

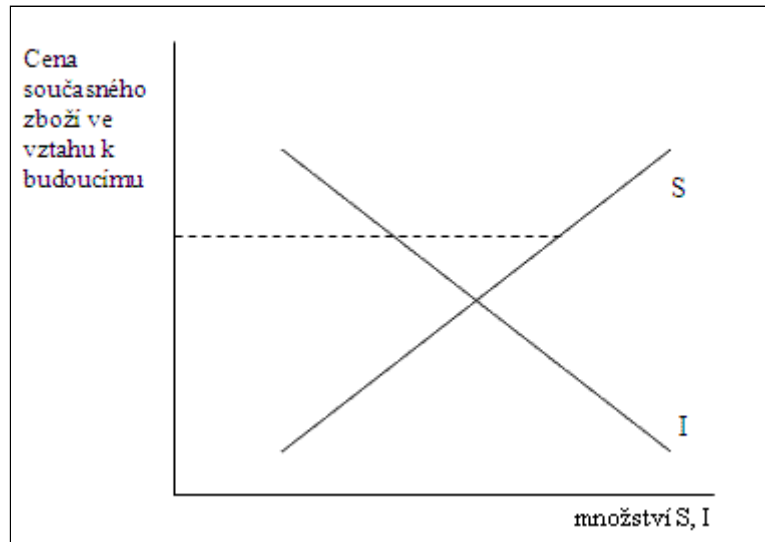
Vývoj reálné ekonomiky v podmínkách volně pohyblivých kurzů je dán rovnovážnými relativními cenami jako například reálnou úrokovou mírou. Reálná úroková míra může být chápána jako vyjádření vztahu mezi současnou a budoucí cenou určitého zboží. Pokud uvažujeme  $P$  jako nominální cenovou úroveň,  $i$  jako nominální úrokovou míru a  $P^e$  jako očekávanou budoucí cenovou hladinu, pak cena současného zboží ve vztahu k budoucímu zboží vyjadřuje objem budoucího zboží, kterého se spotřebitel musí vzdát,

---

<sup>10</sup> např. Krugman (1998), Krugman (1999b), Krugman (1999c)

aby si mohl dovolit spotřebovat v současnosti o jednotku více. Matematicky je poměr cen současného a budoucího zboží vyjádřen jako  $P(I+i)/P^e$ , resp.  $(I+i)(P/P^e)$ . Volně se dá uvažovat o tom, že tato relativní cena je determinována nabídkou úspor a poptávkou po investicích tak, jak je tomu v grafu č. 1.2.

Graf 1.2 – Přebytek úspor nad investicemi



V situaci, kdy úroková míra bude nad rovnovážnou úrokovou mírou (což znázorňuje přerušovaná příčka v grafu č. 1.2), to bude znamenat, že cena současného zboží  $P$  ve vztahu k očekávané ceně budoucího zboží  $P^e$  je nad svou rovnovážnou úroveň, tedy že  $P$  je příliš velké ve vztahu k  $P^e$ , jinak řečeno existuje přebytek úspor nad investicemi. K dosažení rovnováhy je třeba snížit poměr  $P/P^e$ , což může být dosaženo snížením  $P$  nebo zvýšením  $P^e$ . Hodnota  $P^e$  je však rigidní, neboť lidé mají určitou představu o budoucích cenách, a tak k požadovanému snížení dojde přes pokles  $P$ .

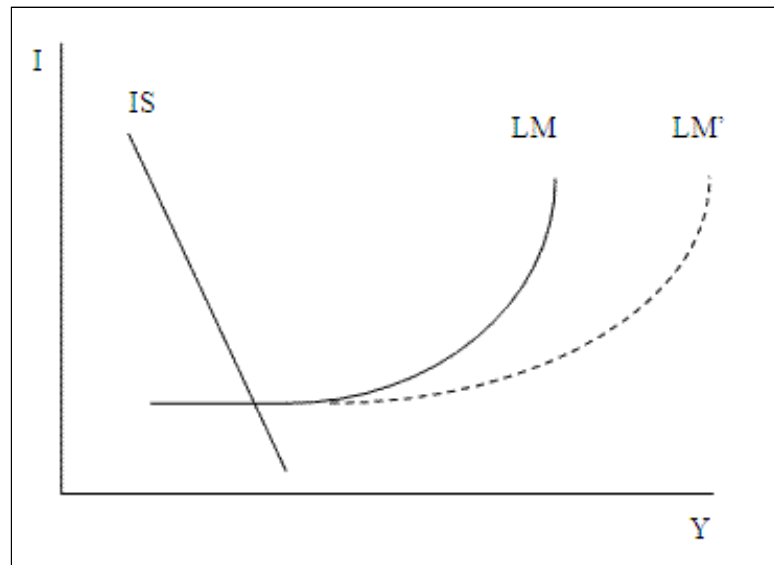
#### □ Nerovnováha na trhu peněz

Nerovnováha na trhu peněz v souvislosti s deflací představuje situaci, kdy existuje vyšší poptávka po penězích než je nabídka peněz. Důvodem může být neočekávaný růst poptávky po penězích nebo naopak pokles nabídky peněz. Tento převis poptávky znamená rostoucí relativní cenu peněz vyjádřenou jako rostoucí úroková míra a vyšší preferenci držby hotovosti, které se společně promítají do poklesu všeobecné cenové hladiny. Z transakčního pohledu kvantitativní teorie peněz (při uvažování daného objemu transakcí a důchodu v krátkém období) znamená nižší nabídka peněz nutnost poklesu cenové hladiny. Peníze jako prostředek směny za zboží jsou v dané situaci ve vztahu ke zboží vzácnější, takže k obnovení původního rovnovážného vztahu dojde pouze při poklesu ceny zboží nebo zvýšením peněžní nabídky.

Pokud uvažujeme ekonomiku, která čelí poklesu cenové hladiny, můžeme v rámci standardní měnové politiky očekávat zvyšování nabídky peněz a snižování úrokových měr

jako prostředek zvýšení dostupnosti peněz. Problémem však je, že i přes nulovou nominální úrokovou míru může být reálná úroková míra vlivem deflace stále příliš vysoká a pokud se bude deflační tempo zvyšovat, bude tím rychleji růst i samotná reálná úroková míra. Stimul pro držbu hotovosti se tak ještě zvýší. Měnová politika se v takové situaci stává neefektivní, neboť v situaci nulové nominální úrokové míry nebo nominální úrokové míry těsně kolem nuly je poptávka po penězích nekonečně elastická. Tento jev je v ekonomii znám jako past likvidity a v modelu IS-LM mu odpovídá situace obrázku 1.3.

Graf 1.3 – Past likvidity v modelu IS-LM



Zvýšení nabídky peněz nebude mít vliv na změnu reálných proměnných především díky zabudovaným očekáváním. Ekonomické subjekty očekávají zvýšení nabídky peněz pouze jako dočasné, a tak preferují držbu likvidních prostředků (peněz) před současnou spotřebou. Růst reálných peněžních prostředků se tak nepromítne do růstu výdajů. Měnová politika v situaci pasti likvidity ztrácí možnost účinně se bránit deflaci v podobě zvýšení peněžní nabídky.

### 1.1.3 Deflace a náklady

Deflace je vnímána jako vážný ekonomický problém, který je příčinou nezanedbatelných a někdy až drasticky velkých nákladů. Náklady deflace jsou někdy srovnávány s náklady inflace, přičemž deflace bývá označována jako potenciálně nákladnější, i když náklady inflace jsou obdobné.<sup>11</sup> Potenciálně vyšší nákladovost deflace vůči inflaci však není zcela jednoznačná, což je diskutováno dále.

Je třeba říci, že tyto náklady nejsou přičítány *dobré deflaci*, která je spojována s pozitivním nabídkovým šokem jako např. zvýšení produktivity práce, pokles importních

<sup>11</sup> Bernanke (2001) uvádí, že přestřelení nulového inflačního cíle (tzn. deflace) je potenciálně nákladnější než přestřelení inflačního cíle o stejnou část. Je tomu tak, protože nominální úroková míra má omezení na nulové sazbě a výsledný transfer bohatství od dlužníků k věřitelům pravděpodobně způsobí narušení finančního systému.

cen (např. v důsledku apreciacie měnového kurzu) či liberalizace obchodu, finanční soustavy aj. V takovém případě růst produktu bude vyvažovat případné dopady deflace v podobě redistribučních nákladů a deflace bude vnímána spíše jako přizpůsobení ekonomiky a hledání nového bodu rovnováhy.

V případě deflace jako projevu negativního poptávkového šoku vzbuzuje hrozbu především možnost roztočení deflační spirály, která dále podkopává již tak oslabenou agregátní poptávku. Jestliže dojde k poklesu cen, spotřebitelé začnou zabudovávat klesající cenovou hladinu do svých očekávání. Jakmile jednou dojde k očekávání poklesu cen, začnou spotřebitelé odkládat výdaje. Slabší poptávka nutí následně výrobce k dalšímu snižování cen, čímž se začíná stávat hrozbou sestupná spirála produktu a poptávky. S klesajícími cenami se dostává ke slovu redistribuční efekt, neboť roste reálná cena všech dluhů a závazků. Jelikož dlužníci mají obecně větší sklon ke spotřebě než věřitelé, nastává další omezení výdajů, které přiškrcuje agregátní poptávku. Nižší výkon ekonomiky a rostoucí reálná mzda si žádají snížení nominálních mezd, ovšem k tomu nedochází vlivem rigidity nominální mezd směrem dolů. Klesající cena majetku a rostoucí reálná hodnota bankovních úvěrů vede ke vzniku velkého množství špatných úvěrů, které zvyšují riziko bankovních úpadků. Pokles úrokových měr jako očekávatelná reakce ze strany centrální banky ve snaze o povzbuzení úvěrů a investic může nakonec vést k přiblížení úrokových měr k blízkosti nulových sazeb. Tím ovšem roste hrozba, že monetární politika se stane neúčinnou vůči ovlivňování agregátní nabídky, neboť nominální úrokové sazby nemohou být negativní.

Předchozí odstavec zmínil ve svém popisu deflační spirály celkem 4 hlavní uvažované náklady deflace: redistribuční ztráty, asymetrickou rigiditu nominálních mezd, nepříznivý vliv na finanční systém a nulové omezení nominální úrokové míry. V literatuře se s popisem těchto nákladů můžeme setkat např. u Fuhrer (2004), Rogoff (2003), Buiter (2003) aj. Podívejme se na tyto náklady v detailnějším popisu.

#### **❑ Redistribuční ztráty**

Redistribuční ztráty souvisí s tím, jestli deflace je očekávaná nebo neočekávaná a do jaké míry jsou jednotlivé ekonomické subjekty samy schopny anticipovat deflaci a tu indexovat ve svých kontraktech. Pokud je deflace neočekávaná, pak subjekty, které budou schopny se proti deflaci zabezpečit, získají relativní výhodu před subjekty, které s deflací nepočítají nebo počítají s její nižší úrovní. To se může týkat velice citlivě vztahu věřitel / dlužník. Pokud dlužník nemá správná očekávání o budoucí deflaci, pak s deflačním vývojem poroste reálná hodnota jeho budoucích splatných závazků. Redistribučním efektem je zde přesun vyšší reálné hodnoty od dlužníka směrem k věřiteli. Věřitel však často nebývá při deflaci jako ten, který zákonitě získává, nýbrž který také ztrácí. K tomu dochází v případě, kdy rostoucí reálná hodnota všech závazků dlužníka převyšuje jeho platební schopnost a dlužník není schopen dostát svým závazkům. Pokud dojde při deflaci k hromadnému defaultu úvěrů z výše popsaného důvodu, můžeme hovořit také o tzv.

*dluhové deflaci*. Dluhovou deflací, pokles cenové úrovně zvyšující reálnou hodnotu nominálních dluhů, popsal I. Fisher a konstatoval, že tento typ deflace podstatně zhoršuje náklady celé deflace. O dluhové deflaci hovořil I. Fisher především v souvislosti s deflací v období hospodářské krize 30. let 20. století (Fisher (1933)).

K dalším redistribučním efektům patří přesun bohatství od zaměstnavatelů k zaměstnancům v situaci rigidity nominálních mezd. Při ní dochází k růstu reálných mezd na úkor zaměstnavatelů, kterým rostou náklady. Často bývá tato rigidita nominálních mezd zmiňována v souvislosti s vyjednávací silou odborově organizovaných zaměstnanců. Navíc, pokud jsou odbory schopny uplatnit svou vyjednávací sílu, dochází vlivem tohoto redistribučního efektu ke zvýšení příjmové disproporce mezi odborově organizovanými a odborově neorganizovanými zaměstnanci.

S růstem nákladů a poklesem příjmů zaměstnavatelů dochází zákonitě k poklesu jejich zisku a nižší odvedené dani z příjmů právnických osob. Státní rozpočet přichází rovněž o část výnosu daně z přidané hodnoty v důsledku poklesu spotřeby. Pokles příjmů a relativně fixované výdaje státního rozpočtu povedou ke vzniku deficitu. Tomu může stát čelit buď zvýšením daní (v situaci hospodářské deprese málo pravděpodobné) nebo pravděpodobněji zvýšením zadlužení. To je další redistribuční efekt jako náklad deflace.

#### ❑ **Asymetrická rigidita nominálních mezd**

Ekonomie hlavního proudu pracuje na teoretické úrovni běžně s rigiditou nominálních mezd jako výsledek empirických pozorování, ovšem neposkytuje uspokojivé vysvětlení, proč vlastně tato nominální rigidita existuje. Nominální mzdy se více či méně rychle přizpůsobují svým růstem inflaci, ale v okolí nulové změny je vnímána jistá rigidita, která neumožňuje pohyb nominálních mezd směrem dolů. Panuje přesvědčení, že v situaci deflace se nominální mzdy nepřizpůsobují žádoucí nižší úrovni a tím existuje jistá asymetrie v jejich změnách. Tato rigidita směrem dolů a nepřizpůsobení se mezd žádoucí nižší úrovni má za následek reálný růst mezd. Tento růst bude vykompenzován růstem rovnovážné míry nezaměstnanosti.

Stejně jako je tomu i u jiných ekonomických veličin, větší roli než nominální změny hrají reálné změny, tedy vývoj reálných mezd. Snížení nominálních mezd je vnímáno jako bezprostřední snížení jejich reálné hodnoty. Za posledních 40 let, kdy boj proti inflaci byl hlavní náplní měnové politiky, je poměrně pochopitelné, že zaměstnanci a odbory odmítali snížení nominální úrovně mezd. Rigidita nominální změny mezd v okolí nuly je tak pochopitelná jako obava před snížením reálné mzdy. Konvenční ekonomická teorie předpokládá, že zaměstnanci odmítají nominální změnu mzdy více než reálnou změnu o stejné velikosti, tj. snížení nominální mzdy o 2 % při nulové inflaci je vnímáno citlivěji než zvýšení nominální mzdy o 3 % při inflaci 5 %. Existuje tak jistá forma cenové iluze.

Cenové iluzi mezd však odporuje současný vývoj mezd a jejich chování, které je pozorováno zejména v asijských ekonomikách čelících přetrvávající deflaci. To zvyšuje pochyby o skutečném významu cenové iluze mezd. V roce 1998 došlo v Japonsku



k reálnému poklesu mezd o 4 % a cenová hladina měřená indexem spotřebních cen při tom klesla asi o 1 %. K podobnému vývoji došlo rovněž v Hongkongu. Nominální pružnost mezd směrem dolů se tak v Asii stala evidentní s tím, jak deflační vývoj více zakořenil v jednotlivých ekonomikách.

Studie D. Lebowa (Lebow (1999)) rovněž přichází se závěrem, že distribuce změn nominálních mezd se mění v čase, zvláště pokud se ekonomika posouvá z inflačního prostředí do deflačního. Na jedné straně existuje hojně důkazů reprezentativních dat, že změny nominálních mezd mají tendenci k vyšší četnosti kolem nuly – zvláště v ekonomikách, které dlouho čelily inflaci. Na straně druhé existuje hojně důkazů o nominálních negativních změnách mezd, které oslabují teoretické východisko nominální rigidity mezd, že zaměstnanci nepřistoupí na snížení mzdy. Zdá se, že v prostředí nízké inflace a deflace dochází k posunu a zaměstnanci lépe vnímají rozdíl mezi reálnou a nominální změnou mzdy.

Pokud bych shrnul předchozí text o asymetrické rigiditě nominálních mezd jako nákladu deflace, pak dnešní empirická pozorování přinášejí důkazy o nominální rigiditě mezd v okolí nulové změny, nicméně současně přinášejí důkazy o poklesu nominálních mezd. Na základě toho je těžké připustit, že by se nominální mzdy měnily jinak ve směru dolů než nahoru. W. Buiter tento závěr formuluje následujícím způsobem: „Zatímco existuje přesvědčivý empirický důkaz existence nominálních cenových a mzdových rigidit, neexistuje žádný důkaz toho, že tyto nominální rigidity jsou asymetrické.“<sup>12</sup>

#### ❑ **Nepříznivý efekt na finanční systém**

Redistribuční efekty mezi dlužníky a věřiteli má obecně značný dopad na finanční systém. Ztráty na straně dlužníků rozhodně nekompenzují zisky na straně věřitelů. První příčinou je default úvěrů v situaci dluhové deflace, který vede ke ztrátě v bankovních bilancích. Druhou příčinou je ztráta hodnoty zástav. Pokud deflaci provází současně i prudká deflace cen aktiv (ať už deflace je výsledkem deflace cen aktiv nebo ne), dojde k poklesu hodnoty zástav, kterými bývají především nemovitosti. To povede k růstu klasifikovaných úvěrů v bankovních bilancích a v nemalé míře k dalším vynuceným defaultům. Tento nepříznivý vývoj bankovních bilancí pravděpodobně vyvolá následně další tlaky na pokles cen aktiv. Vedle poklesu hodnoty akcií dlužníků, kteří byli přes špatnou ekonomickou situaci donuceni k defaultu, a pokles cen nemovitostí, které jsou jako zástavy vrženy na trh z důvodu zlikvidnění a pokrytí nezaplacených úvěrů, dojde také k poklesu akcií samotných finančních institucí, což vnáší na akciový negativní sentiment a tlak na pokles i ostatních akciových aktiv.

Finanční instituce postižené výraznými ztrátami svých bilančních sum budou mít tendenci ke zvyšování svých marží a poplatků ve snaze zlepšit své hospodaření a / nebo povedou k omezení úvěrových aktivit, aby dostály kapitálové přiměřenosti. Neposkytování úvěrů, které by za normálních okolností byly pravděpodobně poskytnuty, je známo jako

---

<sup>12</sup> Buiter (2003), str. 16

credit crunch. Otřesená stabilita finančního systému tak podkopává ekonomickou aktivitu a stabilitu ekonomiky.

Nákladem deflace v případě finančního systému je dále samotné přizpůsobení vztahů mezi ekonomickými subjekty. Současný finanční systém je postaven na předpokladu a očekávání postupně rostoucích cen. Dlouhodobé kontrakty kalkulují s nízkou, kladnou mírou inflace v období blízké budoucnosti. Neočekávaná změna míry inflace a propad do deflační oblasti znamená nutnost přizpůsobení těchto vztahů, které však nemusí být stejně rychlé jako tempo, s jakým dochází k propadu cen aktiv.

#### ❑ **Nulové omezení nominální úrokové míry**

Nulové omezení nominální úrokové míry představuje náklad deflace v podobě negativního efektu na měnovou politiku a omezení v používání standardních měnových operací. Nulovým omezením je chápána situace, kde nominální úrokové míry nemohou být nižší než nula. Pokud by existovala negativní nominální úroková míra, pak by se jednalo o faktické zdanění držby peněz, což vyvolává řadu problémů, především technického charakteru.<sup>13</sup> V minulosti se nicméně zřídka vyskytlo několik krátkých období s negativní úrokovou mírou.<sup>14</sup>

Nezáporné omezení na nominální úrokovou míru se stává velice důležitým v prostředí velmi nízké inflace. Monetární politika kontroluje krátkodobou nominální úrokovou míru, zatímco reálná úroková míra hraje klíčovou roli v jejím efektu na inflaci a reálnou ekonomickou aktivitu. I když nominální úrokové míry jsou drženy konstantní, vliv monetárního uvolňování nebo utahování na ekonomickou aktivitu se bude lišit v závislosti na zvýšení nebo snížení míry inflace. Proto je pro monetární politiku velice důležité přizpůsobovat nominální úrokovou míru ve shodě s fluktuacemi míry inflace, aby se reálná úroková míra pohybovala v souladu s finančními a ekonomickými podmínkami.

Protože nominální úroková míra nemůže být negativní, nízká úroveň nominální úrokové míry nechává centrální bance velice malý prostor ke snížení úrokové míry, když ekonomika čelí deflačním tlakům. V takovém případě je velice pravděpodobné, že se deflace promítne do vyšší reálné očekávané úrokové míry, která může být vyšší než žádoucí úroveň. Ekonomika v takové situaci nebude zcela jistě operovat na úrovni optima a tento rozdíl proti optimu je nutné brát jako náklad deflace.

Náklady deflace bývají často dávány na misku vah proti nákladům inflace. Náklady deflace jsou shledávány jako potenciálně vyšší než je tomu u inflace, i když náklady inflace jsou obdobné. Jedním z argumentů je, že i poměrně nízká deflace (např. 2 % za rok) má daleko větší náklady než stejně velká inflace, která může být z krátkodobého

---

<sup>13</sup> Na teoretické úrovni jsou vyvinuty dva mechanismy, které mají umožnit překonat nulové omezení nominální úrokové míry. Jedná se o zdanění peněz podle Gesella a paralelní virtuální měně podle Eislera (viz. Buiter (2005)).

<sup>14</sup> Např. koncem 90. let v případě krátkodobých likviditních problémů u japonských státních dluhopisů.

pohledu přínosná a stát se motorem hospodářského růstu. Z toho důvodu je argumentováno, že hrozba deflačního nebezpečí by mělo být odvrácena udržováním stále mírné míry inflace. Redistribuční náklady jsou rovněž v případě deflace shledávány vyšší než u inflace. Jako podpůrný argument je přinášeno srovnání nákladů při neočekávané deflaci a stejně velké neočekávané desinflaci. V obou případech dochází k přesunu bohatství ve prospěch věřitele. Potenciálně vyšší náklad deflace je spatřován v tom, že při deflaci hrozí mnohem více finanční nestabilita bank a pokles zprostředkování v důsledku snížené či zmražené ochoty bank půjčovat nové úvěry (credit crunch) jako důsledek strachu, že by nemuselo dojít k vrácení těchto úvěrů v jejich plné účetní hodnotě. Tyto argumenty je však těžké přijmout jako relevantní ze dvou důvodů. Prvním důvodem je skutečnost, že není možné porovnávat dopady inflace a deflace při jejich stejném hodnotovém vyjádření (např. inflace 2 % a deflace 2 %). Zatímco u inflace rozlišujeme pojem inflace a hyperinflace, u deflace se v ekonomických učebnicích s žádným podobným termínem hyperdeflace nesetkáváme.<sup>15</sup> Důvod je zřejmý, zatímco inflace nemá žádné horní omezení a může dosahovat podle historických záznamů i desítek procent za den, u deflace existuje omezení v podobě maximálně možného poklesu o 100 %. Je však těžko představitelné, že by ceny spotřebního zboží klesly na nulu, tj. že by ztratily veškerou svou hodnotu a že by jednotlivé ekonomické subjekty byly ochotny vzdát se držby spotřebního zboží bez příslušné peněžní náhrady. To je důvodem toho, proč pro srovnání dopadů deflace a inflace je třeba se dívat na vyšší hodnoty inflace.<sup>16</sup> Podíváme-li se do historie, pak shledáme, že stát, který procházel obdobím hyperinflace, čelil rovněž vážné finanční nestabilitě. Pokud přijmeme argument o disproporci v hodnotovém vyjádření, pak negativní efekty inflace a deflace jsou obdobné.

V případě druhého důvodu je možné namítnout, že credit crunch není záležitostí pouze deflačního období. Se sníženou ochotou bank půjčovat nové úvěry je možné setkat se i během inflačního vývoje. Obecněji platí pro credit crunch, že je spojován s obdobím hospodářské deprese. Navíc, pokud bychom vzali v úvahu první námitku ohledně souměřitelnosti hodnot deflace a inflace a chtěli poměřovat ochotu bank půjčovat ve stavu deflace a ve stavu vysoké inflace, pak ochota bank půjčovat nové úvěry v situaci nejistoty návratu celé účetní hodnoty při deflaci bude pravděpodobně stejná jako ochota bank půjčovat nové úvěry v situaci vysoké inflace a nejistoty, že banka dostane vrácenu stejnou reálnou hodnotu.

Jelikož redistribuční efekt a vliv na finanční systém v případě deflace a vysoké inflace je možné považovat za podobný, rigidita nominálních mezd neprokazuje na základě současných empirických pozorování asymetrický dopad, pak jediným výrazně rozdílným nákladem deflace proti inflaci je nulové omezení nominální úrokové míry a jeho negativní dopad do efektivnosti měnové politiky účinně ovlivňovat reálnou úrokovou míru.

---

<sup>15</sup> S hyperdeflací jako užitým pojmem je možné setkat se např. ve Farrel (2004), str. 28. Farrel považuje za hyperdeflací roční cenový pokles ve výši 5 % a více.

<sup>16</sup> Autor si je vědom obtížnosti přesné kvantifikace ve vztahu k vymezení určité relace mezi procentním bodem deflace a procentním bodem inflace.

## 1.2 Deflace v pojetí rakouské ekonomické školy

Rakouská ekonomická škola<sup>17</sup> přistupuje k deflaci ve svém liberálním pojetí. Při výkladu deflace se představitelé rakouské školy opírají o teorii peněz a hospodářského cyklu, proto jako první představím samotnou teorii hospodářského cyklu, jak s ní pracovali Fridrich A. von Hayek a Ludwig von Mises.

### 1.2.1 Teorie hospodářského cyklu

Tato teorie vychází z teorie hospodářského cyklu švédského marginalistického ekonoma Knuta Wicksella, která je v rakouské škole dále rozpracována o rakouskou teorii kapitálu. Příčinou nerovnoměrného hospodářského vývoje jsou v této teorii změny peněžní zásoby a především vznik nových bankovních úvěrů. Pokud centrální banka provede expanzi peněžní nabídky, dojde ke zvýšení rezerv obchodních bank a snížení peněžní úrokové míry pod úroveň mezního produktu kapitálu, tj. peněžní úroková míra neodpovídá přirozené úrokové míře. Ze zvýšených rezerv bank jsou poskytovány nové bankovní úvěry podnikatelům, kteří jsou motivováni nižší úrokovou mírou. Vlna nových peněz se pak šíří bankovní soustavou.

Přirozená úroková míra vyjadřuje rovnováhu mezi poptávkou po zápůjčních fondech (investice + přírůstek poptávky po hotovostních zůstatcích) a nabídkou zápůjčních fondů (úspory + přírůstek peněžní zásoby). Pokud dojde k poklesu peněžní úrokové míry pod přirozenou úrokovou míru, stává se ziskovější i výroba s vyšší oklikovostí než jakou mohou zajistit reálné úspory. Touto zvýšenou hospodářskou aktivitou dochází k rychlejšímu růstu cen kapitálových statků než spotřebních statků, přičemž mzdy zaostávají za tímto cenovým pohybem. Tím dochází v krátkém období k poklesu reálné hodnoty mezd a zvýšení zisku firem. Důsledkem toho je přetahování výrobních zdrojů ze spotřebních odvětví do investičních odvětví, což má za následek relativní růst cen spotřebních statků před statky kapitálovými. Inflační růst cen vyvolává inflační růst cenové přírážky k základnímu úroku a zvýšení rizikové přírážky k úroku, čímž dochází ke zvýšení peněžní úrokové míry k úrovni přirozené úrokové míry. Tím se stávají více oklikové výroby méně ziskové či ztrátové. Firmy v této fázi poznávají, že řada jejich investic umožněných expanzí bankovního úvěru byla špatných. Odbouráváním těchto špatných investic dochází k poklesu produktu a vyšší nezaměstnanosti. Po fázi investičního růstu a růstu ekonomiky nastává fáze deprese.

---

<sup>17</sup> Podnětem k založení rakouské ekonomické školy se stalo dílo Carla Mengera, které dále rozpracovali Eugen von Böhm-Bawerk a Fridrich von Wieser. Za hlavní představitele jsou považováni rakouští ekonomové Ludwig von Mises a Fridrich A. von Hayek. Po té, co emigrovali do USA, byl jejich teoretický odkaz dále rozpracováván především mezi americkými ekonomy. K hlavním současným představitelům patří Murray N. Rothbard, Israel M. Kirzner, Ludwig Lachmann a řada dalších. Za dobu od své existence do dnešních dnů doznala rakouská ekonomická škola změny v některých názorech, takže často je o jejich dnešních představitelích mluveno jako o neorakouské ekonomii.

Wicksell i Mises s Hayekem se shodují, že zmírnění hospodářského cyklu by umožnila odpovídající měnová politika. Rozcházejí se však v interpretaci role centrální banky jako měnové autority. Wicksell viděl hlavní příčinu hospodářských cyklů v odchylkách peněžní úrokové míry od její přirozené úrovně. Protože však stabilizace peněžní úrokové míry není klíčem ke stabilizaci ekonomiky, neboť centrální banka nemůže znát potřebnou přirozenou úrokovou míru, navrhol Wicksell, aby byla stabilizována cenová hladina. Roste-li cenová hladina, měla by centrální banka zahájit restriktivní měnovou politiku, aby peněžní úroková míra vzrostla. Při poklesu cenové hladiny by měla provádět naopak expanzivní měnovou politiku.

Mises a Hayek přičítají vznik hospodářských cyklů změnám množství peněz, které jsou vyvolány úvěrovou expanzí bank, jejichž likvidita je podpořena rolí centrální banky jako věřitele poslední instance. Úvěrová expanze umožňuje expanzi investic bez odpovídajícího reálného základu v úsporách, peněžní úroková míra klesá pod přirozenou úrokovou míru odrážející reálné možné zhodnocení investic. Tím dochází k realizaci investic, které nemají požadovanou návratnost a jako špatné jsou odstraněny v průběhu vzniklé deprese. Za hlavní problém považuje Mises faktický monopol vládní kontroly peněz ze strany centrální banky, který jí umožňuje injektovat nadbytečnou likviditu do bankovní soustavy. Argumentuje, že v systému svobodného bankovníctví by k podobné úvěrové expanzi nemohlo dojít a tím pádem by ani nedocházelo k hospodářským cyklům. Proto požadoval, aby řízení peněžního oběhu a jeho ovlivňování monetární autoritou bylo minimalizováno za účelem dosažení lepšího stavu hospodářství, který nebude zatěžován cyklickým vývojem a s tím spojenými náklady.

### 1.2.2 Taxonomie deflace

Rakouští ekonomové jsou zastánci liberální politiky postavené na zásadách laissez-faire a volného trhu. V případě deflace a je tento přístup mezi jednotlivými ekonomy rakouské školy poněkud oslaben a ne vždy se můžeme setkat s konzistentními názory. Ukázkovým příkladem mohou být názory Hayeka, které v průběhu času doznaly velkých změn. Hayek je zastáncem názoru, že deflace je sekundárním projevem deprese, jejíž překonání leží v přizpůsobení struktury produkce. Měnová politika se nemá pokoušet překonat depresi a deflaci zvýšenou nabídkou peněz (tj. inflačním vývojem), neboť to povede k dalším strukturálním problémům a prodloužení deprese vlivem oddálení nevyhnutelného reálného přizpůsobení. Později dochází k názoru, že během deprese a deflace může poptávka po spotřebním zboží klesnout příliš nízko, což ospravedlňuje k podpoření dodatečné poptávky ze strany veřejných výdajů. I přes tento názorový posun je však stále zastáncem, že expanzivní měnová politika není relevantním nástrojem.

Mezi přívrženci rakouské ekonomické školy neexistuje určitá sjednocující definice deflace a většinou k deflaci volně přistupují jako ke snížení nabídky nebo zvýšení poptávky po penězích, které má za následek růst kupní síly peněz. Většinou se shodují

v tom, že deflace je žádoucí ozdravný proces, při kterém dochází k zániku špatných investic. Jejich přístup k deflaci je tak obecně příznivější a kladnější, než je tomu v ekonomii hlavního proudu.

Dále bych se chtěl zabývat jednotlivými typy deflace, které ve své práci popisují současní přívrženci rakouské školy M. Rothbard (Rothbard (1995)) a J. Salerno (Salerno (2002)). Deflace je spatřována ve čtyřech základních podobách: deflace způsobená hospodářským růstem, deflace v důsledku budování hotovostní pozice, bankovně úvěrová deflace a konfiskační deflace. Prvé dvě operují na straně poptávky po penězích, druhé dvě na straně nabídky peněz. Jediný typ deflace, který je ve své podstatě spatřován jako nebezpečný, je poslední typ – konfiskační deflace. Podívejme se na jednotlivé typy blížeji.

### ❑ Deflace způsobená hospodářským růstem

Jedná se o deflaci, ke které dochází při hospodářském růstu vlivem např. nových technologií, což je stejný typ deflace jako v případě posunu křivky agregátní nabídky AS doprava dolů v modelu AS-AD ekonomie hlavního proudu, nicméně mechanismus přízpusobení mající vliv na pokles cen je zde jiný. Zboží a pracovní síla jsou nabízeny na příslušném trhu ve snaze získat odpovídající množství peněz. Tato „směnná“ poptávka po penězích je proto dána celkovou agregátní nabídkou. Pokud tedy v ekonomice dojde ke zvýšení nabídky zboží vlivem např. zvýšených úspor domácností, které generují vyšší investice, pak za předpokladu ostatních věcí nezměněných (tj. rovněž za neměnného množství peněz) budou výrobci nuceni nabízet vyšší množství zboží, aby získali stejnou jednotku peněz jako na počátku. Jinými slovy kupující budou potřebovat menší množství peněz na dané množství zboží, což bude představovat deflační tlak na ceny.

Technologický pokrok jako odraz kapitálových investic má za následek růst produktivity práce, pokles jednotkových nákladů a zvyšující se marže. Za těchto okolností není třeba pod vlivem deflace přistupovat ke snižování nominálních mezd, neboť jejich rostoucí reálná síla daná poklesem spotřebních cen odpovídá zvýšené mezní produktivitě práce.

Deflace způsobená hospodářským růstem je vnímána jako pozitivní důsledek ekonomické aktivity, která je výsledkem dobrovolné směny mezi vlastníky zdrojů, podnikateli a spotřebiteli. Růst hodnoty peněz je tedy přirozený a doprovází růst bohatství a příjmů. Za soudobý příklad deflace způsobené hospodářským růstem uvádí Salerno markantní rozvoj počítačového průmyslu a neustálý pokles cen v tomto odvětví za posledních 30 let.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> Je diskutabilní, jestli pokles cen v důsledku růstu produktivity práce v jednom odvětví ospravedlňuje k použití pojmu deflace ve smyslu všeobecného růstu kupní síly peněz, jak je deflace chápána v rakouské ekonomické škole.

## ❑ Deflace v důsledku budování hotovostní pozice

Budování hotovostní pozice nebo-li „hromadění“ je situace, kdy se jednotlivci z jakéhokoliv důvodu rozhodnou snížit současnou spotřebu zboží a investičního majetku pod úroveň jejich aktuálního příjmu za účelem držení rozdílu mezi příjmem a spotřebou v podobě hotovosti nebo jiného podobného, okamžitě dostupného aktiva. Tato zvýšená poptávka po penězích bývá důsledkem pesimistických očekávání ohledně budoucnosti jako je např. počátek recese, přírodní katastrofa, bezprostřední výhled války či pouze očekávání poklesu cen v budoucím období, které umožní spotřebiteli nakoupit dané zboží levněji. Při neměnné peněžní nabídce má zvýšená poptávka po penězích za následek růst kupní síly peněz, neboť dochází ke zvýšení ceny peněz vyjádřené v ceně veškerého zboží.

I když v případě tohoto typu deflace dochází k nepříznivému ekonomickému vývoji ve spojitosti s poklesem celkového oběhu peněz a snížené spotřeby, je tento typ deflace považován liberálními stoupenci rovněž za příznivý a produktivní, neboť je iniciován dobrovolným rozhodnutím ekonomických subjektů omezit směnu jejich peněz za nabízené zboží a služby při stávajících cenových relacích.

## ❑ Bankovně úvěrová deflace

Bankovně úvěrová deflace je typ, který vychází z kontrakce nabídky peněz způsobené kontrakcí bankovních úvěrů. Jedná se o případ, kdy roste obava z možné finanční krize a bankovní věřitelé požadují náhle a hromadně vyplacení všech jejich vkladů. Banky však nejsou schopny uspokojit všechny smluvní závazky, neboť vlivem jejich úvěrových aktivit došlo ke znásobení původních vkladů (v době krytí bankovek měnovým kovem představovaly tyto vklady stříbro či zlato, přičemž držitel bankovky byl oprávněn k výplatě v daném množství kovu, kterou bankovka představovala. Útěk od papírových bankovek k jejich kovovému vyjádření byl důsledkem poklesu důvěry ve schopnost banky dostát svým závazkům). Výběrem vkladů jsou banky vystaveny likviditním problémům, které dále zvyšují hrozbu či vážnost finanční krize a podpoří rozhodnutí dalších věřitelů, aby bez odkladu požadovali vyplacení svých vkladů. To vede banky k tomu, aby zredukovaly své úvěrové aktivity a zvyšovaly rezervy ve snaze dostát svým závazkům vůči vkladatelům a zabránit případnému krachu. Výsledkem těchto dvou faktorů je snížení nabídky peněz, která vede při dané poptávce po penězích ke zvýšení hodnoty peněz a k deflaci.

Hlavní příčina vzniku deflace je zde spatřována ve fungování bank na principu částečných rezerv, který umožňuje vlivem bankovní úvěrové emise znásobení počátečních vkladů. Ovšem ani systém se 100%-ním krytím vkladů není vnímán jako stabilní, neboť v okamžiku, kdy kterýkoli věřitel může kdykoliv požadovat vyplacení všech svých vkladů, jde de facto také o systém částečných rezerv. Finanční prostředky, které byly svěřeny vkladatelem do banky, byly pravděpodobně poskytnuty jinému subjektu v podobě bankovního úvěru, ovšem vkladatel může kdykoliv požadovat vyplacení svého vkladu. Za

situace, kdy úvěrová expanze není podpořena požadovaným krytím, představuje růst úvěrů inflační zvýšení peněžní nabídky. Deflace způsobená kontrakcí bankovních úvěrů je proto vnímána jako pozitivní efekt, neboť odstraňuje prvotní neoprávněný růst úvěrů a cenové hladiny. Deflace je vnímána jako důsledek dobrovolného rozhodnutí věřitelů bank, kteří ztratili důvěru v peněžní instituce a v jejich schopnost dále bezpečně ochraňovat hodnotu jejich vkladů.

#### ❑ **Konfiskační deflace**

Konfiskační deflace je mezi ekonomy rakouské školy zmiňována prvně až s Rothbardem a následně se k ní hlásí i Salerno. Od předchozích se liší v tom, že nejde o přirozené přizpůsobení tržního adaptačního mechanismu reagujícího na nově vzniklé poměry, ale představuje státem a centrální bankou násilně vnucené opatření představující zásah do majetkových práv a cenového mechanismu. Účelem konfiskační deflace vnucené představiteli vládní a měnové politiky je zabránit v pokračování bankovní úvěrové deflace. Podstata spočívá v tom, že bankovním věřitelům je omezeno nakládat s jejich hotovostními vklady a vklady na viděnou, resp. je stanoven limit, v jakém s nimi mohou nakládat. Takové nařízení je uplatňováno pokud hrozí bankovní ran a dostupné prostředky nemohou pokrýt veškeré závazky. Při konfiskační deflaci dochází k tomu, že bankovní věřitelé ztrácejí větší či menší část svého bohatství. Snížená nabídka peněz při nezměněné poptávce po penězích má za následek deflaci. Tato forma představuje maligní podobu deflace, neboť při ní dochází ke konfiskaci vkladů bankovních věřitelů ze strany státního aparátu.

### 1.2.3 Deflace a náklady

Rakouská ekonomická škola patří k zastáncům příznivějšího pohledu na deflaci a nespatřuje v ní ohrožení dalšího ekonomického vývoje. Naopak, podle jejího přesvědčení deflace umožňuje posun směrem k přirozenému stavu ekonomiky, který bude dobrým základem a předpokladem dalšího ekonomického růstu. Důvodem pro toto tvrzení je posunutí hranic, ve kterých je deflace posuzovaná. Deflace není rakouskými ekonomy vnímána izolovaně jako samostatný negativní projev, ale v kontextu předchozího ekonomického vývoje. Zpravidla totiž deflaci předchází inflační vývoj (snížení kupní síly peněz) a deflace je přirozenou reakcí a zohledněním změny ekonomických faktorů. Z tohoto pohledu rakouští ekonomové nemluví o nákladech deflace jako o ceně za existenci samotné deflace, ale zdůrazňují náklady, které představuje snaha bránit tržnímu adaptačnímu mechanismu a snaha bojovat proti deflaci pomocí inflační politiky (tj. zvýšením nabídky peněz).

Deflace, která vznikla vlivem bankovní úvěrové emise, je v tomto pojetí typickým příkladem, kdy jde o pozitivní adaptaci. Expanze úvěrů v důsledku např. zvýšení rezerv u obchodních bank představuje růst nabídky peněz, což se ve svém finálním důsledku projeví v růstu cen. Na základě nových úvěrů jsou realizovány investice, které se s postupným zpožděným přizpůsobením v ekonomice (růst mezd, růst peněžní úrokové



míry) ukáží být jako špatné a povedou k defaultu takových úvěrů. Ekonomika se tím dostává do recese a deflace doprovázející takovou recesi je chápána jako jisté odčinění inflačního vývoje a realizování chybných investic. Deflace zde představuje nástroj redistribuce bohatství od dlužníků k věřitelům, kteří byli poškozeni předchozím inflačním vývojem ve znamení redistribuce bohatství od věřitelů k dlužníkům.

V takové situaci by bylo chybou centrální měnové autority, kdyby zvýšením nabídky peněz usilovala o nápravu deflačního vývoje v podobě navrácení vývoje cen do pozitivního pásma. Výsledkem totiž nemůže být nic jiného než posilování tendencí, které předznamenal deflační vývoj – chybné investice. Taková expanzivní politika brání zdravému přizpůsobení a oddaluje nezbytné reálné změny. Default úvěru je totiž ozdravením bankovního systému stojícího na částečných rezervách. Rothbard říká: „Patřičnou měnovou politikou, i když deprese je zrovna na pořadu dne, je deflovat nebo při nejmenším se vyvarovat další inflace.“<sup>19</sup>

Pokud dochází k růstové deflaci a centrální měnová autorita reaguje na pokles cenové hladiny zvýšením nabídky peněz, dojde podle představitelů rakouské školy k narušení cenového systému. Všeobecná cenová hladina bude mít totiž tendenci k růstu a tím dojde k překrytí poklesu cen, ke kterému docházelo přirozenou cestou. Do značné míry dochází také k poškození v redistribuci příjmů. Deflace se promítla v reálný růst nominálních mezd, který je zde ospravedlněn vyšší produktivitou práce. Růst cenové hladiny způsobí, že příjemci mezd přijdou v tomto důsledku o část své reálné mzdy.

K redistribuci bohatství dochází rovněž v případě, kdy centrální měnová autorita zasahuje zvýšením nabídky peněz proti deflaci, která je výsledkem budování hotovostní pozice ze strany ekonomických subjektů. Podle vnímání rakouské ekonomické školy se tyto subjekty svobodně a dobrovolně rozhodly k vyšší držbě peněz před dnešní spotřebou. Reakcí na trhu zboží je pokles cen. Pokud centrální měnová autorita inflačně zvýší nabídku peněz, aby zabránila poklesu cenové hladiny, dochází tím k znehodnocování úspor subjektů, které primárně vznikly z rozhodnutí odložení spotřeby na pozdější období. Část bohatství je tímto způsobem redistribuována příjemcům inflační emise peněz, kterými je ve velké míře někdo zcela jiný než majitelé úspor.

---

<sup>19</sup> Rothbard (2000), str. 163

## **2 Historické zkušenosti s deflací**

Za posledních 200 let zaznamenala ekonomická literatura řadu deflačních období, které poskytují relativně široký materiál pro studium fenoménu deflace a jeho jednotlivých charakteristik, kterými se vyznačuje. Hlavní výskyty deflace v jednotlivých obdobích se pokusím popsat v kapitolách uvedených níže.

### **2.1 Deflace v režimu zlatého standardu**

Zlatý standard následující po předchozím bimetalismu představuje v historii vývoje peněz období, kdy kovové krytí emitovaných bankovek zajišťovalo zlato. Jako první země přešla z měnových kovů zlata a stříbra na pouhé zlato Velká Británie roku 1821<sup>20</sup>. Velká Británie v té době představovala značný hegemonický vliv a pod jejím vlivem postupně začaly na zlatý standard přecházet i ostatní evropské státy. Během 70. let 19. století přešla na zlatý standard většina hospodářsky vyspělých zemí. V roce 1871 přijalo zlatý standard Německo, v roce 1873 Belgie, Itálie, Švýcarsko a Francie (které od roku 1865 spolupracovaly v rámci Latinské mincovní unie), v roce 1875 to byly Švédsko, Norsko a Dánsko (v rámci tzv. Skandinávské mincovní unie) a Nizozemí a roce 1876 Španělsko. V roce 1879 se ke zlatému standardu přidalo Rakousko a Spojené státy, když obnovily kovové krytí<sup>21</sup>.

Období od roku 1879 až do roku 1914 představuje tzv. období klasického zlatého standardu, tj. standardu zlaté mince. Každá země stanovila na základě zákona zlatý obsah národní peněžní jednotky, který představoval závazek směnit danou papírovou bankovku za uvedené množství zlata. Z tohoto závazku směny vyplývala nutnost držby příslušných zlatých rezerv ze strany centrální banky. Zlaté rezervy většinou nebyly udržovány ve 100%-ní výši k emitovaným bankovkám, neboť nebyla předpokládána situace, kdy by všechny bankovky byly předloženy najednou ke směně za zlato.

Zlatý standard fungoval bez omezení až do začátku 1. světové války v roce 1914, která znamenala omezení pohybu zlata mezi státy jako způsob vyrovnání závazků z mezinárodního obchodu a také omezení vnitřní směnitelnosti. V průběhu 20. let 20. století došlo ze strany hlavních zemí k obnovení zlatého standardu, aby byl záhy definitivně opuštěn po vypuknutí hospodářské krize v průběhu 30. let 20. století. Nejdéle udržovaly směnitelnost bankovek za zlato Spojené státy a to do roku 1971, i když se

---

<sup>20</sup> V roce 1819 byl přijat Act for the Resumption of Cash Payments, na základě kterého byla naplánována obnova konvertibility bankovek Bank of England k roku 1823. Konvertibilitu se podařilo obnovit již v roce 1821, což představuje počátek zlatého standardu jak z hlediska praxe, tak i zákona. Rok 1820 je datován jako poslední rok ražby anglických stříbrných penny.

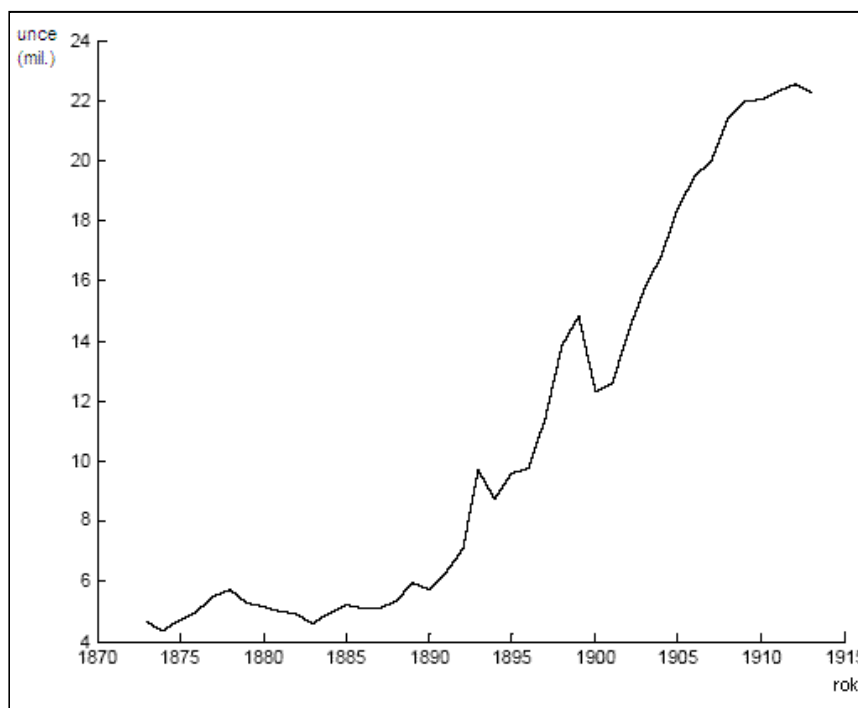
<sup>21</sup> K zavedení kovového krytí na bázi zlata významně přispělo ve Spojených státech přijetí Ražebního zákona roku 1873 (Mint Act of 1873), který definoval seznam ražených mincí a v jehož výčtu byl „opomenut“ standardní stříbrný dolar. Rok 1873 je považován za přijetí zlatého standardu Spojenými státy *de facto*, rok 1900 za přijetí zlatého standardu *de jure*. Prakticky byly Spojené státy na zlatém standardu výhradní ražbou zlatých mincí od roku 1879.

jednalo o směnitelnost, která se vztahovala pouze na centrální banky jednotlivých států. Vnitřní směnitelnost bankovek za zlato byla opuštěna již v roce 1933.

Během doby trvání zlatého standardu došlo ke značně dynamickému vývoji hospodářství. Tento vývoj je spjat zejména s rychlým tempem hospodářského růstu a rychlou integrací světové ekonomiky. Zlatý standard s neměnnými zlatými paritami podpořil rozkvět mezinárodního obchodu, který na konci 19. století představoval 25-tinásobek úrovně z počátku 19. století (Farrell, 2004). Cenová stabilita se příznivě podepsala na pohybu investic mezi jednotlivými zeměmi, liberální prostředí bez vnitřních bariér zase na pohybu pracovní síly. Průmyslová revoluce a nové technologické objevy se tak v tomto klimatu podílely velkou měrou na rychlém hospodářském růstu.

Situace dynamického růstu hospodářského produktu a růstu populace vyžadovala rostoucí nabídku peněz, která však při zlatém kovovém krytí byla fixována k existujícím rezervám zlata. Aby mohla vzrůst nabídka peněz, vyžadoval zlatý standard současně vzrůst zásoby zlata pro kovové krytí peněz. Přejechod velké většiny zemí na zlatý standard znamenal vedle již tak zvýšené poptávky po zlatě pro nemonetární účely další tlak na zvýšení poptávky po zlatě z monetárních důvodů. Vyšší poptávce zlata odpovídala jeho rostoucí produkce, která je zachycena na grafu 2.1.

Graf 2.1 – Produkce zlata v letech 1873 - 1913



Zdroj: Bordo (2004a)

Objev nových nalezišť zlata v Kalifornii a v Austrálii kolem poloviny 19. století a v Jižní Africe a na Aljašce kolem přelomu 20. století sice znamenal částečné zmírnění převisu poptávky po zlatě, přesto však nadále existovala dlouhodobě vyšší poptávka po zlatě než jaká byla jeho nabídka. Výsledkem byl postupný růst hodnoty zlata v poslední

třetině 19. století, který při fixně stanoveném zlatém obsahu peněžní jednotky nemohl znamenat nic jiného než růst její kupní síly a deflační tlak na ceny.

Není proto překvapivé, že v období zlatého standardu bylo zaznamenáno několik deflačních období, která nebyla omezena na jednu jedinou zemi, ale k deflaci došlo většinou v několika zemích současně. V průběhu 19. století byla zaznamenána 2 hlavní deflační období, na počátku 20. století po počátečním inflačním vývoji (v důsledku nových nalezišť zlata a následně v souvislosti s financováním 1. světové války) došlo k deflačnímu vývoji těsně po 1. světové válce a v průběhu 20. let 20. století. Deflační 20. léta jsou následována prudkou deflací z počátku 30. let 20. století, která citelně zhoršuje dopady významné hospodářské deprese světové ekonomiky. Tyto případy deflace se pokusím blíže popsat v následujících kapitolách.

### 2.1.1 Deflace v 19. století

První deflační epizodou v 19. století je deflace mezi roky 1837 a 1843. Tato deflace následovala po sérii finančních krizí v Londýně jako tehdejší finančním středisku a zasáhla kontinentální Evropu a také Spojené státy. I když toto deflační období následuje po otřesu finanční sféry, prvopočátek deflace bývá někdy přičítán několikaleté špatné úrodě ve Velké Británii. V důsledku toho Velká Británie musela dovážet obilí z kontinentální Evropy, což se projevilo v odčerpávání zlatých rezerv Bank of England. V reakci na tento vývoj zvýšila Bank of England svou diskontní sazbu, což způsobilo rychlý příliv kapitálu z ostatních zemí, zejména ze Spojených států.

Je zajímavé, že i když deflace následovala po problémech ve finančním sektoru, nedošlo v tomto období k významnému zpomalení produkce. Ve Spojených státech klesly ceny o 5,6 %, ve Velké Británii o 2,1 % a ve Francii o 2,0 %, zatímco reálný hospodářský produkt zaznamenal v tomto období růst 3,9 % ve Spojených státech a 1,3 % ve Francii. Naproti tomu ve Velké Británii došlo k poklesu reálného hospodářského produktu o 2,6 % (Bordo (2004b)).

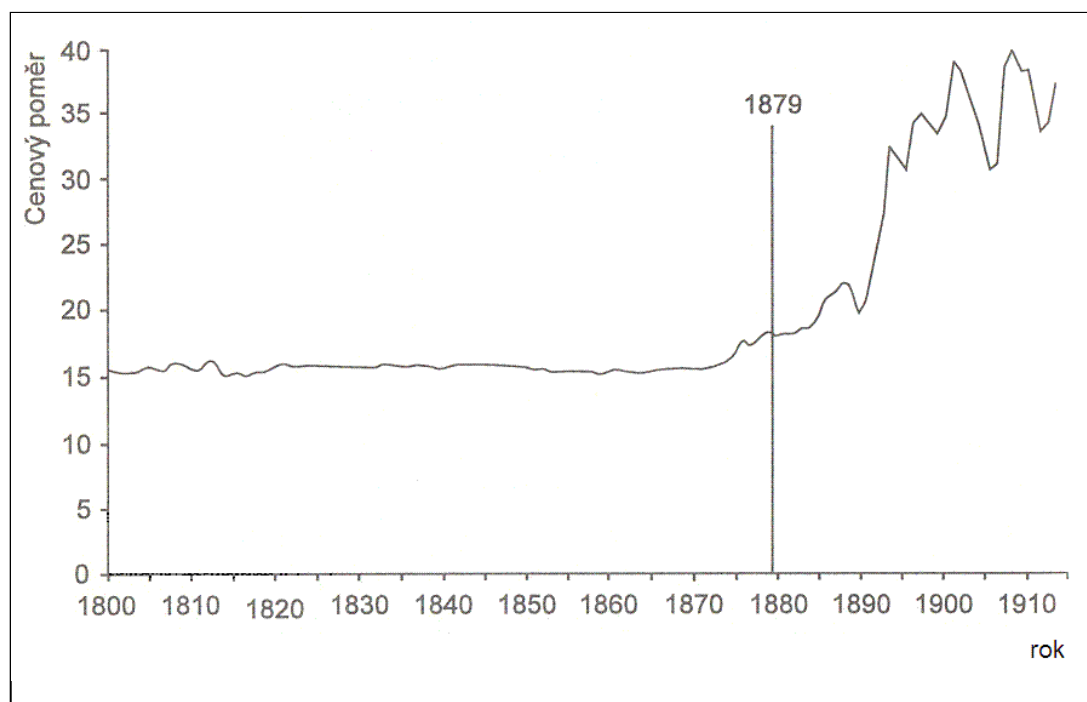
Druhou deflační epizodou je poměrně dlouhé období mezi lety 1873 a 1896. V řadě zemí ceny klesaly tempem přibližně 2 % za rok, zatímco hospodářský růst dosahoval úrovně růstu 2 – 3 %. Spojené státy zaznamenaly v tomto období průměrnou deflaci na úrovni 1,7 % za rok, zatímco Velká Británie „jen“ 0,8 % za rok. Navíc, ve Spojených státech nastupuje tato deflace po mnohem prudší deflaci, která následovala po Občanské válce z let 1861 až 1865 v důsledku snahy odčinit předchozí inflační vývoj.

Deflace tohoto období je přičítána především pozitivnímu nabídkovému šoku v důsledku průmyslové revoluce, elektrifikace a rozšiřování železnic. Vlivem toho rostla také významně produktivita práce. I když dlouhotrvající deflace byla doprovázena pozitivním růstem, docházelo v tomto období k sociálním nepokojům skupin, na které doléhal pokles cen nejvíce. Výsledkem byl růst organizace pracovníků v dělnických odborech, růst vlivu politických stran práce, politická agitace a také požadavky na

zavedení minimálních cen u jednotlivých zemědělských komodit. Ke konkrétním příkladům politické agitace ve Spojených státech je možno přiřadit založení Greenback Party v roce 1876, která požadovala vyšší vydávání papírových peněz greenbacků<sup>22</sup> jako způsob jak čelit deflaci a jejím negativním projevům. Politického úspěchu se dočkala Greenback Party ve volbách roku 1878, kdy získala 14 zástupců v Kongresu. Pokud se podíváme na příklad sociálních nepokojů, pak je třeba zmínit velkou stávkou na železnici v roce 1877, která zasáhla velké množství států USA. Její příčinou se stalo snížení mezd o deset procent v roce 1877, které následovalo po předchozím snížení mezd během krize v roce 1873.

Další významný faktor, který se na deflaci tohoto období přinejmenším spolupodílel, byl růst samotné ceny zlata. Jak bylo uvedeno výše, v 70. letech 19. století přešla většina hospodářsky významných zemí na zlatý standard, což byla jedna z příčin růstu poptávky po zlatě. V bimetalickém měnovém systému, který předcházela zlatému standardu, byl poměr cen zlata a stříbra dlouhodobě ustálen kolem poměru 15:1, od které se v průběhu 1. poloviny 19. století odchyloval jen nepatrně. Přehled vývoje poměru ceny zlata a stříbra je zachycen v grafu 2.2.

Graf 2.2 – Poměr ceny stříbra k ceně zlata v USA (1800 – 1914)



Zdroj: Friedman (1997)

V druhé polovině 19. století začal nastávat postupný odklon od stříbra, neboť z důvodu rostoucího objemu mezinárodních plateb se stříbro stávalo obtížněji použitelným platebním prostředkem. Zvýšená těžba stříbra a růst poptávky po zlatě od počátku 70. let 19. století měly dramatický dopad na vývoj relace mezi stříbrem a zlatem. Jestliže v roce

<sup>22</sup> Greenbacks byly papírové peníze vydávané zejména během Občanské války k financování válečných výdajů. Název měly podle své zelené barvy.

1870 byl tento poměr ve Spojených státech 15,4:1, pak v roce 1873 dosáhl stavu 16,4:1, v roce 1879 18,4:1, a v roce 1896 byl již na úrovni 30:1 (v roce 1910 tento poměr dosahoval hranice 40:1). Růst poptávky po zlatě komentuje M. Friedman následovně: „V roce 1879 zásoby měnového zlata ve Spojených státech, jak v držení ministerstva, tak i v držení soukromých subjektů, dosáhly již téměř 7 procent světových zásob. V roce 1889 tento podíl Spojených států vzrostl téměř na 20 procent. Vyjádřeno ještě dramatičtěji, nárůst amerických zásob zlata pro měnové účely mezi lety 1879 a 1889 *převýšil* nárůst světových zásob zlata.“<sup>23</sup> Tento vývoj dokumentuje růst zlatých rezerv ve Spojených státech, ale také rostoucí hospodářský význam Spojených států na konci 19. století.

Poslední třetina 19. století však neznamena pouze konjunkturální růst, ale došlo zde rovněž k několika obdobím recese, konkrétně v letech 1873-1875, 1884-1885 a 1890-1896. Poslední zmiňované období představovalo nejdelší a nejvážnější recesi, která se vyznačovala prudkým propadem hospodářského růstu v letech 1892 až 1894. Poté následovalo krátké oživení, ovšem v letech 1895-1896 došlo k dalšímu poklesu. Recese 90. let 19. století je doprovázena finanční krizí, která začala v roce 1890 v Argentině vyhlášením nesplnění argentinských státních dluhových závazků. Reakcí byla bankovní krize v Londýně, která se dále přesunula na další země. Recesi zhoršila rovněž bankovní krize a panika v roce 1893 ve Spojených státech, která měla za následek krach řady bank a run na americké zlaté rezervy ze strany cizinců, kteří se v důsledku rostoucí diskuze a agitace ve prospěch stříbra obávali možnosti přechodu Spojených států ze zlatého standardu zpět na bimetalismus.

Deflace na konci 19. století tak neznamena jen deflací z důvodu pozitivního nabídkového šoku, ale rovněž se zde promítly negativní dopady recese ve spojitosti s finanční krizí.

### 2.1.2 Deflace v období po 1. světové válce

1. světová válka znamenala razantní změnu ve vývoji tehdejší světové ekonomiky. Došlo k přerušení mezinárodního obchodu, k odvolání zlatého standardu a ke zmrazení pohybu zlata. Hospodářství zemí zatažených do války bylo přeorientováno především na válečnou produkci a zajištění dodávek na frontu. Aby mohly být financovány válečné výdaje, rostla tendence jednotlivých zemí k dluhovému financování, čemuž odpovídala postupně rostoucí nabídka peněz. Po skončení 1. světové války zaznamenaly ekonomiky tažené předtím válečnými investicemi globální snížení ekonomické aktivity a zvýšení nezaměstnanosti. Centrální banky v tomto období naordinovaly poměrně shodně velice přísnou restriktivní politiku, jejíž snahou bylo odčinit inflační růst nabídky peněz z válečných let. Jedním z důvodů, proč byla restriktivní politika aplikována, byla snaha obnovit předválečnou úroveň zlatých parit.

---

<sup>23</sup> Friedman (1997), str. 73

Po skončení 1. světové války nastala otázka, jaký měnový systém by měl být nastolen. Britská vláda např. ustanovila již v roce 1918 tzv. Cunliffovu komisi, která se měla touto otázkou zabývat. Závěr komise byl jednoznačný – jediným představitelným měnovým systémem byl zlatý standard, kterýkoliv jiný systém opírající se o měnu bez zlatého krytí by podle tehdejšího názoru nutně vedl k nadměrné emisi peněz, tj. inflaci a odpovídajícímu znehodnocení měny.<sup>24</sup> Zlatý standard již však nebyl obnoven ve své původní podobě standardu zlaté mince, nýbrž ve dvou pozměněných formách. První formou byl standard zlatého slitku, který vázal směnitelnost emitovaných bankovek k definovanému množství zlata (slitek o váze 400 trojských uncí). Tento typ zastávaly Velká Británie či Francie. Většina zemí se však přiklonila ke standardu zlaté devizy, ve kterém bankovky národní měny nebyly volně směnitelné za zlato, nýbrž za devizy s volnou směnitelností za zlato.

Záměrem obnovy zlatého standardu bylo obnovit stabilitu měn a měnových kurzů, aby byly vytvořeny původní podmínky panující před 1. světovou válkou, které byly tak příhodné pro rozkvět zahraničního obchodu. Měnová politika v poválečných letech se proto koncentrovala na snížení inflační emise peněz, důsledkem čehož byl kolaps agregátní poptávky a pokles cen. Období let 1919 až 1921 je tak charakteristické poklesem hospodářského produktu a deflačním vývojem jako projev nastolení přísné měnové politiky.

Deflace ve své mírnější podobě byla zaznamenána také později ve 20. letech, ač pokles cenové hladiny ve výši 1-2 % nebyl již tak dramatický jako těsně po skončení 1. světové války. Během 20. let dochází postupně k oživení jednotlivých ekonomik, které je navíc podpořeno rozšiřováním nových výdobytků tehdejší doby v podobě automobilů, telefonních aparátů, rádií atd. Deflace v tomto období koreluje s pokračující snahou zemí o obnovení zlatého standardu z důvodu požadované stabilizace měn na úrovni předválečných zlatých parit. K obnovení zlatého standardu docházelo v jednotlivých zemích různě rychle. V roce 1924 jej obnovilo Německo, následovaly Velká Británie a Československo v roce 1925 a Francie v roce 1928 (Helísek (2004)). Japonsko, které spolu se Spojenými státy zlatý standard formálně ponechalo, i když za cenu uvalení embarga na vývoz zlata, obnovilo volný pohyb zlata v roce 1930. Postupná obnova měnových poměrů a stabilizace měn se na konci 20. let příznivě promítla do obnovy mezinárodního obchodu a mezinárodního pohybu kapitálu.

Situaci 20. let 20. století a deflační vývoj v tomto období budu dokumentovat na případu dvou ekonomik, které jsou z regionálního hlediska dosti vzdáleny, ale jejich zkušenosti s deflací jsou naopak velmi podobné. Těmito ekonomikami jsou Československo a Japonsko. Bylo by jistě možné vybrat pro charakteristiku deflace ve 20. letech 20. století jiné ekonomiky, domnívám se však, že Československo poskytuje zajímavý příklad svým otevřeným uplatňováním deflační politiky. V případě Japonska a jeho deflačního období je rovněž možné najít některé společné prvky s politikou

---

<sup>24</sup> Ke stejnému závěru dospěla i mezinárodní konference konaná v Janově v květnu roku 1922.

uplatňovanou v Československu, i když se spíše jedná o samotný závěr tehdejšího deflačního období. Navíc Japonskem se budu zabývat podrobně v další kapitole v souvislosti s jeho novodobou deflací, a tak případ Japonska ve 20. letech 20. století poskytuje i možnost určité komparace.

#### 2.1.2.1 Deflace v Československu po skončení 1. světové války

Konec 1. světové války přinesl do Evropy nové politické poměry. Rakousko-Uherská monarchie se rozpadla a mezi novými nástupnickými zeměmi stanula i samostatná Československá republika. Přechod na samostatný stát nebyl vůbec lehkou záležitostí a noví představitelé státu se museli vypořádat s řadou problémů.

K těmto problémům patřila i měnová otázka, tj. jaká měna bude platit na území Československé republiky, jaká bude finanční a peněžní politika vlády či která instituce bude vykonávat samotnou měnovou politiku. Významnou úlohu zde sehrála osobnost Aloise Rašína, který se jako ministr financí první československé vlády stal důležitým architektem při řešení měnové otázky.

Měnová politika v Rakousko-Uherské monarchii náležela do výkonu Rakousko-Uherské banky, která během 1. světové války prováděla značně expanzivní politiku především v podobě přímých úvěrů rakouské a uherské vládě, aby umožnila financování válečných výdajů. K prioritám československé vlády proto patřilo rychle se izolovat od vlivu rozvrácené rakousko-uherské měnové politiky, neboť rakousko-uherské bankovky zajišťovaly nadále peněžní oběh nově vzniklého státu. Ač existovaly různé pohledy na způsob odluky od rakousko-uherské měny, Alois Rašín nedbal okolních názorů a jal se neústupně realizovat svou vlastní podobu měnové reformy.

Měnová reforma proběhla od 3. do 9. března 1919. Došlo k uzavření státní hranice a přerušení veškerého styku se zahraničím. Bankovky, které se v té době nacházely na území Československa, musely být předloženy k okolkování. Koncept měnové politiky Aloise Rašína vycházel z představy silné koruny, proto považoval za nutné, aby byl odčiněn inflační vývoj z průběhu 1. světové války. Rašín si byl vědom toho, že je nerealistické, aby československá koruna, která byla ustanovena jako nové státní platidlo, se dostala na předválečnou úroveň kupní síly rakousko-uherské koruny, přesto považoval za žádoucí, aby se této úrovni kupní síly co nejvíce přiblížila. Měnová reforma proto rovněž spočívala v zadržení určité části peněžního oběhu. Bankovky, které byly předloženy domácnostmi, byly okolkovány a do oběhu z nich byla vrácena pouze jedna polovina. Na druhou polovinu byly vydány vkladní listy s výnosem ve výši 1 %. Celkem se na území Československa nacházelo v době měnové reformy přibližně 10,2 mld. Kč, z nich se podařilo efektivně zadržet 30,4 %. I když je výše tohoto zadrženého oběhu nižší než výše zmíněných 50 % v případě domácností<sup>25</sup>, jedná se stále o poměrně výrazné omezení peněžního oběhu.

<sup>25</sup> Efektivně zadržené procento peněžního oběhu je nižší převážně z toho důvodu, že proces restringování se netýkal státních pokladen a prostředků určených na výplatu mezd.



Úhrn ve výši 10,2 mld. Kč jako pasivum Rakousko-Uherské banky, které se nacházelo v době měnové reformy na území Československa, se stal dluhem československého státu (tzv. státovkový dluh) u emisní instituce. Touto emisní institucí byl ustanoven v březnu roku 1919 Bankovní úřad ministerstva financí, který vykonával funkce typické pro centrální banku. Rozhodnutí Bankovního úřadu byla přijímána v Bankovním výboru, kterému předsedal ministr financí nebo jeho zástupce. Bankovní úřad měl představovat pouze dočasné a přechodné řešení do doby, než bude zákonem ustanovena centrální banka. Přesto jeho existence trvala až do roku 1926, což objasňuje důvod, proč ministr financí měl v této době (tak dlouho) podstatný vliv na formování měnové politiky.

Měnová politika tehdejší Československé republiky spočívala ve zvýšení její vnitřní a vnější kupní síly. Otcem tohoto konceptu byl již výše zmiňovaný Alois Rašín, který jej neústupně prosazoval z postu ministra financí v období od listopadu 1918 do července 1919 a pak znovu od října 1922 do ledna 1923. Základem tohoto konceptu se stala měnová reforma z března roku 1919 a restrikce peněžního oběhu, významně ji však dále doplnila daň z majetku a z přírůstku na majetku a politika silné koruny.

Sám Rašín svazoval daň z majetku a z přírůstku na majetku úzce s měnovou reformou. Nechápal tuto daň jako získání prostředků pro krytí daných vládních výdajů, nýbrž jen a pouze jako prostředek nápravy měny, tedy zvýšení její kupní síly. Tomu také odpovídalo použití výnosů této daně, které bylo určeno bezvýhradně na splácení jednoprocenních státních dluhopisů vydaných při měnové reformě roku 1919 a na splácení státovkového dluhu. Placení daně z majetku a z přírůstku na majetku bylo rozloženo v čase. Začalo v roce 1920, největší odvody proběhly v letech 1922 až 1924, a pak jejich úroveň postupně klesala až do zániku státu v roce 1938.

Restrikce peněžního oběhu de facto představovala deflační kanál kvantitativní peněžní teorie, podle které snížení reálných peněžních zůstatků povede za předpokladu ostatních věcí nezměněných k poklesu cenové hladiny. Je zajímavé, že Rašín tento koncept ve svých názorech odmítal: „Bylo mi velmi vzdáleno mysliti, že zmenšení oběživa bude míti za následek snížení cen. Takové mechanické myšlení, takové vyznávání kvantitativní teorie peněžní, dle níž peníze se pokládají za zboží a učí se, že čím více peněz v oběhu, tím vyšší ceny a naopak, nebylo nikomu tak vzdáleno jako mně.[...]“<sup>26</sup> Jeho záměrem mělo být dosažení adekvátní úrovně peněz v ekonomice pomocí vynuceného financování chybějící likvidity přes obchodní úvěry a eskont obchodních směnek ze strany bank.

Deflační krok v podobě daně z majetku a z přírůstku na majetku je odklonem od kvantitativní peněžní teorie ve prospěch důchodové peněžní teorie, neboť postihovala příjem (důchod) domácností. Rašín si uvědomoval roli důchodové restrikce v deflační měnové politice, proto se rozhodl podpořit daní z majetku a z přírůstku na majetku efekt restrikce peněžního oběhu. Hlavním záměrem bylo zabránit dalšímu inflačnímu vývoji z období 1. světové války, zvýšit vnitřní kupní sílu československé koruny, posílit důvěru

---

<sup>26</sup> A.Rašín, *Můj finanční plán*, 1920, str. 55, In Vencovský (2003), str. 45

zahraničí v novou měnu a československé hospodářství a konečně vytvořit podmínky pro přijetí zlatého krytí československé koruny.

I když obě metody představovaly významné deflační tlaky na cenovou hladinu, k poklesu cenové hladiny v prvních třech letech po skončení války nedošlo. Jedním z faktorů byl růst hotovostního oběživa, který dosahoval v roce 1921 úrovně 12,1 mld. Kč, když v roce 1919 představovalo hotovostní oběživo pouze 4,7 mld. Kč. Za tímto expanzivním vývojem stál především vývoj státního rozpočtu, který byl silně schodkový. V roce 1921 skončil státní rozpočet schodkem 2,7 mld. Kč, což představovalo celých 64,4 % rozpočtových příjmů (Vencovský (2003)).

Posledním stavebním kamenem deflační politiky byla politika silné koruny, tedy zvýšení vnější kupní síly koruny. Tato politika byla prováděna od konce roku 1921 za principiálního souhlasu Rašína, který v té době díky častému střídání vlád byl již 2 roky mimo Ministerstvo financí. Když se však v říjnu 1922 stal opět ministrem financí, bylo to vnímáno jako potvrzení dosavadní politiky silné koruny. Záměrem této politiky byl tlak na pokles domácí cenové hladiny přes snižování exportních cen. Aby bylo možné provádět politiku silné koruny a intervenovat v její prospěch ve smyslu jejího posilování, přijala vláda v roce 1922 dokonce zahraniční librový a dolarový úvěr.

Pokud do roku 1921 nebyl zaznamenán pokles cenové hladiny, pak rok 1922 znamenal radikální obrat. V tomto roce došlo k interferenci deflačních vlivů ze všech třech deflačních kanálů. Situace v peněžním oběhu byla naplnuta po předchozím zadržení části peněžního oběhu, odvod daně z majetku a z přírůstku na majetku nabývá v tomto období nejvyšších odvodů a do vývoje cen začíná zasahovat politika silné koruny. Výsledkem je drastický pokles indexu spotřebitelských cen mezi roky 1921 a 1922, který dosáhl nepředstavitelné úrovně 41,7 %, jak to dokumentuje tab. 2.1.

Tab. 2.1 – Průběh deflační politiky

rok	Kurz Kč/CHF	Spotřebitelské ceny (index VII/1914=100)	Export (mld. Kč)	Nezaměstnaní (tis.)
1921	6,57	1674	29,2	72
1922	6,89	976	19,5	127
1923	6,00	958	13,8	207
1924	6,58	1014	17,0	97

Zdroj: Vencovský (2003)

Vedle propadu indexu spotřebitelských cen došlo rovněž k významnému poklesu exportu a růstu počtu nezaměstnaných s kulminací v roce 1923. Pokles exportu byl přímým důsledkem politiky silné koruny, neboť silnější koruna znamenala nižší korunové výnosy z exportu a horší konkurenceschopnost. Za poklesem výnosů zaostával pokles nákladů, zejména nominální mzdy, což vedlo k růstu nezaměstnanosti a také k rostoucí vlně bankrotů podniků. V danou chvíli nešlo již jen o exportní podniky, ale bankroty se týkaly i

ostatní výroby, na kterou doléhal pokles agregátní poptávky a pomalejší pokles nákladů než byla rychlost poklesu výnosů.

Krise výrobních podniků se přelila do finančního sektoru, ve kterém stoupl procento špatných úvěrů. Na konci roku 1922 vstoupilo několik bankovních ústavů do likvidace a v ostatních se situace rychle zhoršovala. Výsledkem byla řada fúzí bank jako prostředek ochrany před úpadkem, kterému se však stejně spousta bank nevyhnula. Katastrofální situace finančního sektoru si nakonec vyžádala zásah státu, který situaci napravoval svými intervencemi v rozmezí let 1924 až 1926.

Deflační politika a především její nekompromisní prosazování, jak bylo naordinováno Aloisem Rašínem coby způsob odčinění válečného inflačního vývoje, vyvolaly nesouhlasné reakce mezi ekonomickými odborníky a odmítavé reakce mezi občany. K odpůrcům z ekonomických řad patřili zejména Karel Engliš a Josef Macek. Silné sociální dopady měla deflační politika mezi občany zvláště v podobě rychle rostoucí nezaměstnanosti. Toto odmítání deflační politiky spojované výhradně s postavou Aloise Rašína jakožto jejím hlavním architektem vedlo nakonec až k atentátu na Aloise Rašína, který provedl na počátku ledna 1923 anarchista J. Šoupal. Alois Rašín následkům atentátu podlehl dne 18.2.1923.

Koncept deflační politiky byl opuštěn na jaře 1925 a definitivní změnu kurzu směrem ke stabilizaci hospodářství stvrdilo jmenování Karla Engliše coby ministra financí v prosinci roku 1925.

#### 2.1.2.2 Vývoj v Japonsku ve 20. letech a vyústění v deflaci

Japonsko zaznamenalo deflaci v polovině 20. let 20. století, přičemž její trvání bylo dále prodlouženo Velkou hospodářskou krizí až do počátku 30. let. Hospodářská krize rovněž znamenala prohloubení vážnosti japonské deflace. Díky tomu je japonská zkušenost s deflací rovněž ideálním můstkem pro kapitolu následující, která pojednává o deflaci v souvislosti s Velkou hospodářskou krizí.

Situace Japonska po 1. světové válce byla zcela rozdílná než situace Československa. Japonsko nebylo vtaženo do válečné vřavy 1. světové války, proto nemuselo čelit tlaku na inflační růst cen v důsledku financování válečných výdajů. Přesto však došlo i v Japonsku k rychlému růstu cen mezi lety 1914 až 1918.

Japonsko té doby bylo významně závislé na dovozech některých typů zboží z evropských zemí. Když byla zahájena 1. světová válka, došlo v jejím důsledku k zastavení vývozu z válkou zasažených zemí. Japonsko bylo postiženo výpadkem dovozu především v oblasti strojů a průmyslových vstupů, a proto se předpokládal negativní dopad na japonské hospodářství. Nicméně již poměrně brzy se tyto obavy rozptýlily a Japonsko zažívalo období rychlého růstu s tím, jak rostla poptávka po japonských výrobcích. Důvodem tohoto exportem taženého růstu byl nedostatek evropského vývozu, čímž se

poptávka přeorientovala na japonské zboží, a také rostoucí poptávka ze strany Spojených států.

Japonsko, které předtím trpělo vysokými obchodními schodky a ztrátou zlatých rezerv, zažívalo růst tažený zahraniční poptávkou. Během období 1. světové války došlo v Japonsku ke zdvojnásobení cenové hladiny při poklesu domácí spotřeby a importů. Hospodářský růst byl důsledkem růstu zahraniční poptávky, která vytěsnila při rostoucích cenách poptávku domácí. K nejrychlejšímu rozvoji došlo v oblasti námořní přepravy a stavby lodí, rychle se rozvíjely i malé a střední podniky.

Růst hospodářství však nebyl doprovázen odpovídajícím růstem kapitálové zásoby, který by znamenal investice do výroby a rostoucí kvality výrobků. Znamenalo to, že poptávka po japonských výrobcích, které ve své kvalitě zaostávaly za evropskými, pouze dočasně nahradila výpadek nabídky evropského zboží. Růst založený na těchto předpokladech byl z dlouhodobého hlediska neodpovídající a proto neudržitelný.

Ke změně vývoje došlo skončením 1. světové války, resp. po postupném oživení evropského exportu. Rok 1919 neznamenal pro Japonsko ještě žádnou velkou změnu, hospodářství si udržovalo stále slušný výkon, ale silný otřes přišel v roce 1920. Pokles zahraniční poptávky, která se přeorientovala zpět na kvalitnější a levnější evropské zboží, znamenal přechod do hluboké recese doprovázený stejně hlubokou deflací. Pokles cen některých komodit byl enormní, pokles ceny bavlny dosáhl např. 60 %, v případě hedvábí (hlavní japonské vývozní suroviny) to bylo 70 %.

Recese odhalila, že výrobní kapacita vzniklá během 1. světové války dosáhla neopodstatněné úrovně. Důsledkem recese byl bankrot řady malých a středních podniků, které právě profitovaly z pozitivního vývoje dřívějších let a které nebyly následně schopny pružně reagovat na změnu prostředí.

Krise podniků neodmyslitelně vedla ke krizi japonské finanční soustavy. Zhoršující se finanční situace firem vedla k jejich snížené platební schopnosti a růstu špatných úvěrů v bilancích bank. Situace se rychle zhoršovala a vláda byla postavena před rozhodnutím, zda poskytnout finanční pomoc bankám, které byly ochromeny špatnými úvěry, nebo řešit ozdravení ekonomiky úpadkem bank, které nahromadily přespříliš špatných úvěrů. Japonská vláda se nakonec rozhodla pro sanaci bank a záchranu podniků před dalšími bankroty a propouštěním, což mělo v konečném důsledku za následek získání času na hromadění dalších špatných úvěrů.

Celkový stav špatných úvěrů v bankovní soustavě byl také zastřen následkem silného zemětřesení, které postihlo 1.9.1923 provincii Kanto. Při něm byla téměř zcela zničena města Tokio a Jokohama a zahynulo na 100 000 obyvatel. Bank of Japan ihned uvolnila půjčky bankám pro podniky z postiženého regionu. Banky poskytovaly tyto prostředky firmám na obnovu hospodářské aktivity proti diskontovaným směnkám. Navíc Bank of Japan umožnila převod všech pohledávek bank vůči podnikům z provincie Kanto na její účty, a to včetně těch, které neměly žádnou spojitost se zemětřesením z roku 1923. Banky toho samozřejmě ochotně využily, neboť vyměnily špatné úvěry za „dobrou“ hotovost.

Vážnost tohoto problému se ukázala až v průběhu času, když po 2 letech došlo ke splacení pouze jedné poloviny těchto pohledávek, přičemž druhá polovina se sestávala ze špatných úvěrů, jejichž původ se nevázal k zemětřesení v roce 1923.

Podniky potýkající se se špatnou hospodářskou situací žádaly nové úvěry a banky jim je ochotně poskytovaly z důvodu obav před možným bankrotem podniků, čímž by fakticky utrpěly ztrátu dříve poskytnutých úvěrů. Tímto způsobem docházelo k růstu úvěrové angažovanosti bank vůči jednotlivým podnikům a skupinám a banky tak do značné míry operovaly na hranici morálního hazardu. Růst špatných úvěrů v bilancích bank a hromadění úvěrů u centrální banky vedly nakonec až k bankovní krizi roku 1927. V jejím důsledku došlo k několika runům na banky, ztrátě části vkladů ze strany vkladatelů zkrachovalých bank, dvoudenním bankovním prázdninám, několika nuceným fúzím bankovních ústavů a také finanční injekce ze strany vlády ve prospěch Bank of Japan na pokrytí ztrát ze špatných úvěrů v její bilanci.

Neutěšená hospodářská situace ve spojení s nahromaděním špatných úvěrů v bankovní soustavě se podepsaly na poklesu všeobecné cenové hladiny měřené deflátořem HDP. Pokles deflátořu HDP začal již v roce 1926 a pokračoval ve svém negativním vývoji do roku 1929. Míra poklesu nebyla větší než 5 % (kulminace v roce 1927), ale po roce 1929 došlo k dalšímu zintenzivnění poklesu cenové hladiny. Svou roli v tom sehrála politika prosazovaná japonskou vládou.

Japonsko stejně jako řada dalších zemí bylo na cestě obnovy zlatého standardu na úrovni předválečné zlaté parity, a tak politika finančních injekcí a pomoci ze strany vlády a Bank of Japan se neshledávala pouze se souhlasnou reakcí. Hlavním zastáncem obnovy zlatého standardu na úrovni předválečné zlaté parity byl tehdejší ministr financí Junnosuke Inoue. Aby Japonsko dosáhlo původní parity, bylo třeba přistoupit k rozsáhlým úsporným opatřením. Z hlediska této politiky však finanční pomoci na řešení špatných úvěrů a záchranu samotných firem představovaly výdaje, které umožňovaly přežít neefektivním firmám bez žádoucích akvizic, konsolidací či konkurzu. Inoue proto patřil v té době k hlavním kritikům finančních pomoci.

Inoueova politika, ať již vykonával post ministra financí (1923-1924 a 1929-1931) či post guvernéra Bank of Japan (1919-1923 a 1927-1928), byla orientována na přijetí zlatého standardu na úrovni předválečné zlaté parity a odvolání embarga na vývoz zlata, které bylo nutným předpokladem pro fungování režimu zlatého standardu. K liberalizaci exportu zlata však podle Inouea nemohlo dojít bez odpovídající politiky, která spočívala ve zpřísnění rozpočtové politiky a snížení spotřeby domácností. V průběhu roku 1929 japonská vláda zahájila mohutnou veřejnou kampaň za návrat ke zlatému standardu, jejíž součástí bylo objasňování důvodů takového rozhodnutí a především vysvětlování nutnosti přistoupit k nepopulárním krokům, které měly předcházet přijetí zlatého standardu. Sám Inoue

podnikal řadu cest po zemi a na veřejných setkáních obhajoval myšlenku zlatého standardu a zrušení embarga na vývoz zlata.<sup>27</sup>

Výsledkem této veřejné kampaně byl návrat ke zlatému standardu v lednu 1930 na předválečné úrovni zlaté parity za ohromné podpory veřejnosti. To, co následovalo poté, se však dá označit jako katastrofa. Japonsko se ocitlo ve vážné ekonomické krizi a hluboké deflaci, které vedly k sociálním nepokojům a veřejné nespokojenosti. Když Velká Británie opustila v září 1931 zlatý standard, dostal se japonský jen pod prodejní tlak v důsledku spekulace a očekávání opuštění zlatého standardu po příkladu Velké Británie. V této situaci bylo nakonec Japonsko donuceno opustit zlatý standard v prosinci 1931.

Tento příklad japonské deflace je stejně jako příklad deflace v tehdejší Československu projevem otevřené deflační politiky, která měla vést ke zvýšení vnitřní a vnější kupní síly domácí měnové jednotky. Deflační politika v Japonsku a Československu měla shodně tragické důsledky jak v rovině ekonomické, kdy ekonomika zaplatila za vzniklou nerovnováhu značnou cenu v podobě ekonomických nákladů, tak také v rovině osobní v podobě osudů hlavních představitelů deflační politiky. V Japonsku byl tímto představitelem Junnosuke Inoue, kterému byla přičítána hlavní vina za nastolený kurz domácí měnové politiky a za vzniklou recesi a deflaci. Z těchto pohnutek byl na něj dne 9.2.1932 spáchán atentát členem jednoho japonského ultrapravicového uskupení.<sup>28</sup> Život Inouea skončil předčasně rukou radikála stejně jako život Rašina o 9 let dříve.

### 2.1.3 Hospodářská krize a deflace ve 30. letech 20. století

Velká hospodářská krize (v anglické literatuře označovaná jako The Great Contraction nebo The Great Depression) patří i dnes k sugestivním příkladům deflace a téměř automaticky si k ní člověk vybavuje dobové obrázky zástupu strádajících hladových nezaměstnaných. Její sugestivnost spočívá v tom, že vedle dramatického propadu cen došlo rovněž k velkému propadu hospodářské produkce a to v několika zemích různých kontinentů při odlišné míře intenzity.

Počátek Velké hospodářské krize je datován na konec října 1929, kdy došlo k výraznému propadu burzy na Wall Street, který se posléze změnil ve volný pád s tím, jak banky, obchodníci s cennými papíry a ostatní investoři hromadně utíkali od akcií ve snaze zachránit alespoň malou část z investovaných prostředků<sup>29</sup>. Během dvou obchodních dnů

---

<sup>27</sup> V souvislosti s tím se traduje příběh, který uvádí Koichi Hamada a Asahi Noguchi (2005): „Na jednom z těchto setkání, starší dáma, přítomna nahodilou okolností, byla pohnuta tak hluboce jeho [Inouevou] řečí, že k němu hodila minci. V japonské náboženské tradici to je ... symbol pro Boha nebo Budhu, který je předmětem obřadního peněžního daru.“

<sup>28</sup> Neuspokojivá situace Japonska vedla k řadě atentátů na významné představitele. Mezi jejich oběti se zařadil i samotný japonský premiér Osachi Hamaguchi, který podlehl následkům atentátu na konci roku 1931.

<sup>29</sup> Na Wall Street v té době přišly o velké částky i osobnosti jako Winston Churchill či Irving Fisher. Naopak ztrátám se podařilo předejít Josephu Kennedymu (otec J. F. Kennedyho a budoucí první předseda Stock and Exchange Commission), který se rozhodl včas zlikvidovat své investice po příhodě, kdy se jej jeden pouliční čistíč bot zeptal, do kterých akcií by měl investovat. To jej přesvědčilo, že burza prochází nadměrným spekulativním optimismem, který musí dříve či později vystřídat vystřízlivění.

28. a 29.10.1929 ztratil DJIA 25 % své hodnoty. Propad byl hluboký a dlouhotrvající. Index Dow Jones Industrial Average dosáhl v září 1929 svého vrcholu na úrovni 381,17 bodů, v červenci 1932 naopak dosáhl svého dna v podobě hodnoty 41,22 bodů, čímž za necelé 3 roky ztratil to, a ještě o něco více, co získával předtím od roku 1921 (hodnota indexu dosahovala na počátku 20. let přibližně 60-ti bodů).

Hospodářská krize, která po krachu burzy Spojených států zachvátila další země, znamenala propad výroby, alarmující nezaměstnanost, ořes finanční soustavy a propad cen. Mezi roky 1929 a 1933 došlo ve Spojených státech k propadu výroby o 30 % a nezaměstnanost vzrostla ve stejném období z počáteční úrovně 3 % na přibližně 25 % (Bernanke (2004)). V některých regionech však byla nezaměstnanost značně vyšší. Strojírenská střediska Detroit a Chicago dosahovaly nezaměstnanosti 50 %, resp. 40 %, ovšem v některých menších střediscích zabývajících se hutní výrobou to bylo až 80 %.

Ke stejně razantnímu negativnímu vývoji došlo i v cenové hladině. Cenový vývoj v tomto období dokumentuje tabulka 2.2, která kromě cenové hladiny ve Spojených státech přináší také přehled o vývoji cenové hladiny v Japonsku, Francii, Německu, Itálii a Švýcarsku.

Tab. 2.2 – Vývoj cenové hladiny

<b>Vývoj cenové hladiny (index 1928 = 100)</b>			
	<b>1929</b>	<b>1930</b>	<b>1931</b>
<b>USA</b>	96	82	71
<b>Japonsko</b>	91	71	67
<b>Francie</b>	93	79	65
<b>Německo</b>	96	84	74
<b>Itálie</b>	93	75	66
<b>Švýcarsko</b>	96	82	71

Zdroj: Zpráva Zlaté delegace Finančního výboru Společnosti národů, Praha 1932 In Vencovský (2003)

Všeobecný pokles cen zboží a majetkových aktiv (zejména akcií a nemovitostí) se negativně promítl do výkonu bankovní soustavy, neboť banky utrpěly řadu ztrát. Za prvé to byly ztráty z poklesu cen cenných papírů držených v jejich portfoliích, které znamenaly bezprostřední finanční ztrátu.<sup>30</sup> Za druhé se jednalo o růst špatných úvěrů a hromadění ztrát z jejich defaultů. Svůj podíl na tom měl samotný propad cen nemovitostí a půdy, které snížily hodnotu zástav. Hlavní důvod růstu špatných úvěrů však spočíval ve snížené platební schopnosti splácet přijaté úvěry díky poklesu příjmů podniků a růstu reálné úrokové míry, která znamenala zatížení v podobě zvýšených nákladů. Rychlému poklesu cen nemohl odpovídat adekvátní pokles nominální úrokové míry, která je limitována nulovým omezením. To způsobilo růst reálné úrokové míry, která dosahovala ve

<sup>30</sup> Do ustanovení Glass-Steagall Act v roce 1932 neexistovalo ve Spojených státech oddělené komerční a investiční bankovníctví

Spojených státech v roce 1929 průměru 5,9 %, 8,2 % v roce 1930, 15,5 % v roce 1931 a 15 % v roce 1932 (Farrell (2004)). Výsledkem byl krach velké řady podniků a především úpadek více než 9000 bank v období mezi roky 1930 a 1933, což představovalo asi třetinu všech bank, které provozovaly svou činnost v roce 1929.

Jak je vidět z údajů uvedených v předchozích řádcích na případu Spojených států, Velká hospodářská krize představovala velice vážnou ekonomickou situaci, jejíž rozměr se dal tehdy srovnat jen s máločím a kterou si dnes umíme představit jen ztěží. I když svět do té doby poznal několik recesí ve spojení s deflací, žádná z nich nebyla ve svém průběhu tak dramatická.

Logickou otázkou na místě tedy je, co způsobilo Velkou hospodářskou krizi a jestli deflace byla důsledkem Velké hospodářské krize, jak je o tom často možné slyšet, či jestli existoval jiný kauzální vztah mezi Velkou hospodářskou krizí a deflací. Otázka příčin Velké hospodářské krize zaměstnávala řadu ekonomů od 30. let minulého století a jako živá se ukazuje i po více než 75 letech od krachu na newyorské burze. John Maynard Keynes ve své knize *The General Theory of Interest, Money and Unemployment* (1936) přičítá Velkou hospodářskou krizi ztrátě důvěry v podnikatelské prostředí a nedostatečné efektivní poptávce ve spojení s nízkými soukromými investicemi a na dlouhou dobu ovlivnil další ekonomické myšlení pod hlavičkou keynesiánství. Joseph Schumpeter viděl příčinu podobně v nedostatečné spotřebě, kdy nová vysoce produktivní odvětví vytvářela větší množství zboží než odpovídalo příjmům domácností. Irving Fisher popsal ve své knize *Debt Deflation Theory of the Great Depression* (1933) příčinu v nahromadění špatných úvěrů v předchozím konjunkturálním období, které vedly následně ke kontrakci ekonomiky. John Kenneth Galbraith označil ve své knize *The Great Crash: 1929* (1955) jako hlavní příčinu propad akciových trhů a „chamtivost spekulantů“. V roce 1963 byla publikována další kniha, která po J. M. Keynesovi ovlivnila na dlouhou dobu ekonomické myšlení. Touto knihou je *A Monetary History of the United States, 1867 – 1960*, autory jsou Milton Friedman a Anna Schwartz, a ve své době dala základ monetarismu. Podle M. Friedmana a A. Schwartz byla příčina Velké hospodářské krize v neobratné politice Federálního rezervního systému, díky čemuž došlo k neuváženému snížení nabídky peněz.

V 80. a 90. letech 20. století téma Velké hospodářské krize upoutalo pozornost dalších ekonomů, ze kterých je možné za všechny jmenovat Barryho Eichengreena či Bena Bernankeho, kteří případ Velké hospodářské krize zasazují do kontextu vývoje v ostatních ekonomikách a především do měnového systému zlatého standardu. Je patrné, že k příčinám Velké hospodářské krize a s ní související deflace existuje řada vysvětlení, které většinou akcentují jeden z jejích projevů. Bernanke (Bernanke (2004)) k tomu uvádí: „Během roků Deprese a několika následných dekád, se ekonomové ostře rozcházel nad příčinami ekonomického a finančního kolapsu 30. let 20. století. Naproti tomu, během posledních 20-ti let došli ekonomičtí historici k širokému konsenzu o důvodech Deprese.“ Tímto konsenzem míní Bernanke právě monetární původ Velké hospodářské krize v souvislostech zlatého standardu. Na tomto místě je třeba říct, že tento pohled není úplně novým a není také jednoznačně akceptovaným. Příčiny vzniku Velké hospodářské krize a



jí provázející ostrý pokles cenové hladiny byly již ve 30. letech 20. století přičítány právě měnovému systému, ve kterém zlato hrálo hlavní roli. Tento názor zastával švédský ekonom Gustav Cassel, který byl členem tzv. Zlaté delegace Finančního výboru Společnosti národů, která pátrala po příčinách Velké hospodářské krize. Jeho názor však byl jen jedním z několika názorů (nejen mezi členy Zlaté delegace) a spíše tvořil názor okrajový. Jak uvádí F. Vencovský: „Cassel dokonce odmítl v roce 1932 podepsat závěrečnou zprávu Zlaté delegace a připojil k ní vlastní tzv. memorandum nesouhlasu. S výhradami připojili své podpisy i další tři členové Zlaté delegace.“<sup>31</sup>

Jak jsem již uvedl v předchozím odstavci, kniha Milтона Friedmana a Anny Schwartz *A Monetary History of the United States, 1867 – 1960* znamenala ve své době naprosto nový pohled. Autoři vyložili měnovou historií Spojených států téměř za sto let nazpět a dali do souvislosti měnovou politiku a hospodářský vývoj Spojených států. Tím také poskytli monetární pohled na Velkou hospodářskou krizi. Podle nich za Velkou hospodářskou krizí ve Spojených státech stojí série selhání měnové politiky Federálního rezervního systému (dále také „Fed“) ve 20. a 30. letech 20. století, které stojí za to zmínit.

První bezprostřední chybou byla náhlá změna měnové politiky levných peněz na jaře roku 1928. Do té doby panoval poměrně levný přístup k úvěrům, který se projevil na rostoucím tempu ekonomiky a býčím trendu DJIA, za kterým stály ve velké míře i nákupy akcií na úvěr. Fed vyhodnotil tento vývoj jako spekulativní a nezdravý a postupně od jara 1928 utahoval měnovou politiku v podobě zvyšování úrokové míry. Výsledkem bylo oslabení tempa růstu ekonomiky a začátek recese, která se ohlásila v srpnu 1929. Krach na Wall Street pak znamenal jen prudké zhoršení situace. Prudký obrat ve výkonu ekonomiky však nepřiměl Fed k uvolnění své měnové politiky, což vedlo k zadření soukolí ekonomiky, která se ocitla bez potřebného maziva – peněz (níže budou blížeji popsány okolnosti, které vedly Fed k zaujmutí této politiky).

S restriktivní politikou také souvisí neochota Fedu řešit aktivně problém bankovní soustavy. Fed se do jisté míry necítil vázán problémy malých regionálních bank a v této době ještě neexistoval systém pojištění vkladů. Proto se velká většina bank ocitla pod náporom výběrů vkladů a řada z nich tento nápor nepřežila. Pro Fed byla totiž situace domácího bankovního sektoru až na druhém místě a jako prvořadý úkol byla pro něj ochrana dolaru před znehodnocením. Z toho důvodu také přistoupil k dalšímu utahení měnové politiky v podobě zvýšení úrokových měr navzdory ekonomickým podmínkám.

V roce 1932 začal být na Fed vyvíjen tlak ze strany Kongresu, aby uvolnil svou měnovou politiku za účelem pomoci churavějící ekonomice. Představitelé Fedu se zdráhali podvolit se tomuto tlaku, ale nakonec pod jeho dlouhodobým působením částečně uvolnili měnovou politiku v rozmezí měsíců duben až červen 1932. Prostřednictvím operací na volném trhu došlo ke zvýšení nabídky peněz a poklesu úrokové míry. Přesvědčení o správnosti tohoto kroku však nebylo mezi představiteli Fedu jednoznačné. Někteří byli toho názoru, že ekonomika musí projít jistým očištěním, jiní se zase domnívali, že měnová

---

<sup>31</sup> Vencovský (2004), str. 46

politika je již dost „uvolněná“, a jakmile změna okolností umožnila, přešel Fed opět v červenci roku 1932 k restriktivnější měnové politice. Výsledkem bylo opětovné zhoršení ekonomické situace na konci roku 1932.

I když „*Měnová historie*“ M. Friedmana a A. Schwartz podává hodnotný pohled na měnovou politiku Spojených států (nejen) v kritickém období hospodářské krize, není to chápáno jako úplné objasnění toho, proč Velká hospodářská krize je označována slovem „velká“, ale spíše jako východisko pro pochopení monetárních souvislostí Velké hospodářské krize. Tato krize se netýkala jen Spojených států a bylo by těžko představitelné, že by chybná, resp. neadekvátní politika jedné země ovlivnila tak bezprecedentně ostatní země. Jak bylo zmíněno již výše, klíčovou roli v původu a rozšíření Velké hospodářské krize sehrálo fungování zlatého standardu v intencích skončené 1. světové války.

Kapitola 2.1.2 se zabývá návratem ke zlatému standardu po skončení 1. světové války. Zlatý standard však nemohl být vyhlášen okamžitě, nýbrž byla nutná nejprve konsolidace jednotlivých ekonomik a dosažení stavu, ve kterém mohly být garantovány závazky plynoucí z přijetí zlatého standardu. K tomu docházelo v různých zemích různě rychle. Jako první obnovilo zlatý standard Německo v roce 1924 a jednotlivé země se postupně přidávaly. V roce 1929 již většina hlavních zemí měla přijatý zlatý standard. Přístupování jednotlivých zemí ke zlatému standardu vyvolávalo zvýšení tlaku na poptávku po zlatě. Ta v té době již byla dost napnutá, neboť zlato představovalo hlavní způsob úhrady nákladů 1. světové války v podobě válečných reparací placených ze strany poražených zemí. Velký impuls poptávce po zlatě dalo přistoupení Francie ke zlatému standardu v roce 1928, kdy Banque de France začala významně posilovat své zlaté rezervy. Tato mezinárodní situace vyvolala velké přesuny zásob zlata, které přecházely především do zlatých rezerv Francie a Spojených států, které v té době představovaly hlavní světové věřitele z pozice celosvětově významných obchodních partnerů. Změnu zlatých rezerv a přesuny zlata zachycuje následující tabulka 2.3:

Tab. 2.3 – Zásoby měnového zlata (v mil. USD)

	Stav k 31.12.1928	Stav k 30.6.1931	Změna
<b>USA</b>	4 141	4 956	815
<b>Francie</b>	1 271	2 211	960
<b>ostatní svět</b>	5 548	4 650	-898
<b>celkem</b>	10 960	11 817	857

Zdroj: Zpráva Zlaté delegace Finančního výboru Společnosti národů, Praha 1932 In Vencovský (2003)

Tento vývoj do značné míry připomíná situaci v 70. letech 19. století, kdy začal být všeobecně přijímán zlatý standard a významně rostla poptávka po zlatě. Stejně jako v té době, tak i na konci 20. let 20. století docházelo v důsledku rostoucí poptávky po zlatě

k růstu hodnoty zlata, což znamenalo růst vnitřní hodnoty peněz a deflační tlak na vývoj cen.

Navázání peněz na zlato v jednotlivých zemích také znamenalo společné svázání měnové politiky těchto zemí, neboť každá ze zemí měla závazek udržovat fixní měnový kurz své měny vůči měnám ostatním. Pokud některá centrální banka měla omezené zlaté rezervy a byla vystavena odlivu zlata, pak jediný prostředek, jak zabránit znehodnocení měnového kurzu a ztrátě zlatých rezerv, bylo zvýšení úrokové míry. Na to musely reagovat i ostatní centrální banky zvýšením svých úrokových měr, jinak by byly vystaveny odlivu peněz za vyšším výnosem a ztrátě svých zlatých rezerv. Měnová politika zemí zlatého standardu proto bývala často utahována na základě faktorů, které ležely vně dané ekonomiky. Proto když Fed zpřísnil v roce 1928 měnovou politiku, aby tím čelil spekulativnímu růstu akciového trhu, došlo současně k vynucenému zpřísnění měnových politik i v ostatních zemích. Ke zpřísnění měnové politiky došlo také po vstupu Francie do zlatého standardu v roce 1928 vlivem přesunu zlata ve prospěch francouzských zlatých rezerv. Odliv zlata vedl v postižených zemích k vynucenému zvyšování úrokové míry a utahování měnové politiky. Globální zpřísnění měnové politiky mělo za následek oslabení světového hospodářství.

Zlatý standard po svém obnovení již nebyl ani tak pevným a důvěryhodným systémem jako za své klasické éry do začátku 1. světové války. Na vině tomu byl předchozí inflační vývoj v období 1. světové války a rozhodnutí o obnově zlatého standardu na úrovni původních předválečných zlatých parit, které se tím ocitly na nadhodnocené úrovni. Současně došlo k oslabení neotřesitelné pozice zlata jako dominantního prvku měnové politiky. I když byl po 1. světové válce rychle a bezvýhradně přijat záměr obnovy zlatého standardu, přeci jen se mezi politickými a ekonomickými elitami rozšiřovaly úvahy o skutečné nutnosti a potřebě měnového systému založeného na zlatě. Bezvýhradná pozice zlata tak byla oslabena a v prostředí, ve kterém existovaly návrhy jiných systémů, došlo ke zvýšení pravděpodobnosti a úspěchu spekulativního ataku.

Výskyt spekulativních ataků rostl se zhoršováním důsledků Velké hospodářské krize a jednotlivé země proto začaly postupně opouštět zlatý standard. Jako první byla Velká Británie, která opustila zlatý standard v září 1931. Řada dalších zemí Velkou Británii ještě ten rok dobrovolně či nedobrovolně následovala. Příkladem za všechny může být Japonsko, které obnovilo zlatý standard v podobě vývozu zlata v lednu 1930 a opustilo jej v prosinci 1931, neboť japonský jen se stal cílem spekulativního ataku v důsledku předpokladu, že Japonsko také opustí zlatý standard (viz. kapitola 2.1.2.2 nahoře). To se nakonec naplnilo, i když spekulativní atak byl hlavním podnětem. Podobnému ataku čelil rovněž Fed, který se rozhodl zlatý standard uhájit. Z toho důvodu zvýšil úrokovou míru, čímž dále utáhl svou měnovou politiku, ač ekonomická situace vyžadovala pravý opak.

Zlatý standard byl během Velké hospodářské krize rychle opuštěn a rovněž Spojené státy opustily vnitřní směnitelnost peněz za zlato v roce 1933 krátce po tom, co se úřadu

prezidenta ujal Franklin D. Roosevelt.<sup>32</sup> Po roce 1933 existovala již jen hrstka zemí, kde existoval zlatý standard. Tyto země tvořily tzv. zlatý blok vedený Francií a zahrnovaly dále např. Belgii, Švýcarsko, Polsko či Československo. Nicméně i tyto země opustily nakonec zlatý standard v letech 1935 a 1936. S opuštěním zlatého standardu souvisí i rychlost obnovení hospodářského růstu jednotlivých ekonomik, přičemž platí, že země, která opustila zlatý standard dříve, se dříve vymanila z hospodářské krize. Jak uvádí C. Farrell (Farrell, (2004)): „Země, která setřásla první „zlaté otěže“, byla také první, která se zbavila Velké deprese.“

Důvody, které vedly k Velké hospodářské krizi, je možné najít v měnovém vývoji a především ve fungování zlatého standardu té doby. Meziválečný zlatý standard usiloval vrátit se do stejných vod, ve kterých se nacházel klasický zlatý standard před 1. světovou válkou. Tento návrat však nerefletoval změněnou situaci. 1. světová válka znamenala především změnu na postu hlavní finanční a politické mocnosti, kterou se po Velké Británii staly Spojené státy. Bank of England působila v klasickém zlatém standardu jako koordinátor a opora systému, což byla role, kterou Federální rezervní systém nemohl hrát v meziválečném zlatém standardu především kvůli své dosavadní malé zkušenosti (založen až v roce 1913) a nedostatečné síle a rozhodnosti hlavních představitelů. Bernanke (2004) k tomu uvádí: „Při nedostatečném efektivním mezinárodním vedení věnovala většina centrálních bank ve 20. a 30. letech minulého století málo úsilí na podporu celkové stability mezinárodního systému a soustředily se spíše na problémy v jejich vlastních zemích.“<sup>33</sup> Stabilita zlatého standardu jako takového tak byla významně oslabena.

Dnešní akceptace monetárního původu deflace a Velké hospodářské krize v souvislosti s vývojem a fungováním zlatého standardu v podstatě znamená přiklonění se po více než půlstoletí od Velké hospodářské krize k názorům Gustava Cassela, který spatřoval hlavní důvod deflace a hospodářské krize ve vývoji poptávky po zlatě a ceny zlata. To vedlo k tlaku na vnitřní zhodnocení měn krytých zlatem a neodmyslitelnému deflačnímu tlaku na ceny.

## **2.2 Deflace po opuštění režimu zlatého standardu**

### **2.2.1 Deflace v USA na konci 30. a 40. let 20. století**

Jedná se o dvě recese, které postihly Spojené státy v letech 1937-1938 a 1948-1949. A. Meltzer popisuje tyto dvě recese jako období doprovázené poklesem cen a současně velmi nízkými úrokovými měrami. Recese let 1937-38 přitom patří v historii Spojených států ke stejně vážným jako byla Velká hospodářská krize. Reálný HNP poklesl za 13 měsíců od května 1937 do června 1938 o 18 % a průmyslová produkce o 32 % (Meltzer

---

<sup>32</sup> Formální směnitelnost dolaru za zlato existovala pro mezinárodní transakce centrálních bank až do roku 1971

<sup>33</sup> Bernanke (2004), str. 6

(1999)). Míra nezaměstnanosti dosáhla 20 %, čímž se nelišila nijak výrazně od tíživé nezaměstnanosti Velké hospodářské krize, která dosahovala 25 %.

Důvody této recese a deflace jsou jak na straně fiskální, tak na straně monetární. Velká hospodářská krize znamenala obrovský propad produktu a vysokou nezaměstnanost. Franklin D. Roosevelt po té, co se v roce 1933 ujal prezidentského úřadu, představil program New Deal a začal realizovat řadu opatření za účelem oživení ekonomiky. Byly vyhlášeny bankovní prázdniny, po kterých mnoho bank již neotevřelo své přepážky, vznikla Securities and Exchange Commission a byl zahájen rozsáhlý program veřejných prací, který měl v podobě velkých fiskálních výdajů řešit problém velké nezaměstnanosti. Tu se však v následujících letech nedařilo úspěšně řešit a za vinu byl dáván právě rozsáhlý program veřejných prací. Ten totiž vázal velké množství pracovní síly a neumožňoval plnohodnotné oživení ekonomiky. Když došlo k omezení fiskálních výdajů v roce 1937 za účelem snížení vládního deficitu, ekonomika se dostala zpět do recese.

Monetární důvod popisuje M. Friedman a A. Schwartz (1963). V tomto období došlo k výrazné redukci růstu měnové báze, za kterým stojí především zvýšení míry požadovaných rezerv v březnu a květnu 1937, což představovalo celkové zdvojnásobení míry požadovaných rezerv od srpna 1936. Fed měl sledovat touto politikou ochranu před možným budoucím růstem inflace.

Deflace nebyla ve srovnání s Velkou hospodářskou krizí nijak výrazná. Ceny zaznamenaly pokles mezi lety 1937 a 1938 o 0,5 %. V tomto období byly také krátkodobé úrokové míry na velmi nízké úrovni a pohybovaly se mezi 0,03 a 0,56 %. Meltzer ukazuje, že vývoj reálné úrokové míry a vývoj růstu reálné měnové báze v tomto období vysoce korelovaly díky vlivu deflace.

Recese v letech 1948-1949 představuje krátké období mírné recese s mírným projevem deflace. Během tohoto období však došlo k prudkému desinflačnímu vývoji. V polovině roku 1948 dosahovala roční průměrná inflace kolem 9 %, v květnu 1949 se cenový vývoj již těsně pohyboval v deflačním pásmu a zde také zůstal až do konce roku 1949. Rovněž během tohoto období dosahovaly krátkodobé úrokové míry velmi nízké úrovně blízké nuly. Meltzer uvádí, že vývoj reálných úrokových měr se neztotožňoval s vývojem reálného produktu, zatímco změna ve vývoji reálné měnové báze se shodovala s nástupem a koncem recese. Na základě toho argumentuje, že měnové agregáty by měly být hlavním instrumentem měnové politiky v situaci, kdy úrokové míry dosáhnou nulového omezení nominálních úrokových měr.

### 2.2.2 Mírná deflace v 50. letech 20. století.

Vývoj v 50. letech 20. století ve Spojených státech se dá označit jako příznivé období růstu a prosperity, které bylo podpořeno příznivým vývojem cenové hladiny měřené jako změna CPI. Inflace dosahovala v 50. letech stabilně velmi nízkých hodnot, které se dvakrát ocitly v teritoriu záporného cenového vývoje. Nízké inflaci odpovídaly i nízké úrokové míry, které tak podpořily poměrně svižný hospodářský růst s ročním průměrem 4,1 % v celém desetiletí. Vývoj inflace a tempa hospodářského růstu ve Spojených státech ukazuje následující tabulka:

Tab 2.4 – Vývoj CPI a GDP v USA v 50. letech 20. století

Vývoj CPI a GDP v USA v letech 1950 – 1959 (změna proti předchozímu roku)										
	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959
CPI	-1,41	8,00	2,21	0,76	0,43	-0,32	1,50	3,42	2,73	0,93
GDP	8,73	7,75	3,83	4,59	-0,68	7,14	1,95	2,00	-0,95	7,11

Zdroj: International Financial Statistics (2005)

K podobně nízkému vývoji CPI došlo i v některých dalších zemích, jak dokumentuje tabulka 2.5 zachycující vývoj inflace ve Francii, Kanadě, Švýcarsku a Japonsku. Vývoj inflace byl blízký nulové hodnotě a několikrát došlo k mírnému negativnímu cenovému vývoji. Tímto poklesem cen prošly shodně Francie, Kanada a Švýcarsko v roce 1953.

Tab 2.5 – Vývoj inflace ve Francii, Kanadě, Švýcarsku a Japonsku v 50. letech

Vývoj CPI v letech 1950 – 1959 (procentní změna proti předchozímu roku)										
	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959
Francie	8,01	17,65	11,96	-1,94	0,40	0,99	4,30	-0,80	15,31	5,80
Kanada	2,97	10,41	2,50	-0,89	0,56	0,22	1,44	3,20	2,62	1,08
Švýcarsko	-1,55	4,78	2,52	-0,64	0,71	0,94	1,51	1,96	1,84	-0,65
Japonsko	-7,05	16,52	4,98	6,57	6,51	-0,96	0,00	3,27	-0,45	1,05

Zdroj: International Financial Statistics (2005)

Pokles cen, ke kterému došlo v 50. letech v několika zemích, se vyznačoval nízkou úrovní cenového poklesu a krátkým trváním a souvisel spíše s nízkoinflačním prostředím. Podobný vývoj jako v 50. letech zaznamenaly Spojené státy i v 1. polovině 60. let, kdy se inflace měřená CPI pohybovala v rozmezí 1 – 2 % a hospodářský růst dosahoval průměru 4,4 %. Nicméně od 2. poloviny 60. let došlo k významnému inflačnímu vývoji ve většině zemí a tento vývoj byl charakteristický i v následujících 70. a 80. letech.

Zdalo se, že inflační vývoj přetrvávající do konce 80. let odsunul deflaci pouze na stránky historické ekonomické literatury. Návrat k politice nízké inflace v 90. letech však znamenal nové setkání se s deflací a oživení zájmu o deflaci jako takovou.

### 2.2.3 Deflace na přelomu 20. a 21. století

Od počátku 90. let byl obecným celosvětovým trendem pokles tempa růstu inflace a měnová politika centrálních bank většiny zemí se zaměřovala na krocení inflace, která způsobovala vrásky na čele nejednoho centrálního bankéře v uplynulých dvou desetiletích. Ke snížení inflace byla přijímána různá měnová opatření, přičemž jedním z takových byl např. i systém currency board, který přijala Argentina v dubnu 1991, aby čelila hyperinflaci z konce 80. let.<sup>34</sup> Argentina navázala svou měnu peso na americký dolar, čímž se jí velmi rychle podařilo zkrotit inflaci na hodnoty blízké nule. Záhy se však vývoj cenové hladiny ocitl na sestupné trajektorii. Prvně to bylo v polovině roku 1996, kdy ve třech měsících došlo k zápornému vývoji inflace. Skutečný deflační vývoj nastal až na počátku roku 1999 a trval do konce roku 2001.

K nejznatelnějšímu deflačnímu vývoji však došlo v Asii, kde bylo zasaženo několik zemí. K nejrozvinutějším z těchto zemí patří Japonsko, které hraje významnou roli ve světovém obchodu. Do konce 80. let zažívalo rychlé tempo hospodářského růstu, které se opíralo především o export. Na počátku 90. let došlo v Japonsku k výrazné korekci na trhu aktiv, kdy se zhroutily ceny na trhu nemovitostí a akcií. Následoval pokles hospodářské výroby a problémy ve finanční sféře, ke kterým se roku 1998 přidala deflace jako přetrvávající charakteristika japonského hospodářství.

V letech 1997 a 1998 zasáhla státy jihovýchodní Asie měnová krize, která měla v jednotlivých zasažených státech různě vážné projevy a také různé dopady do samotných ekonomik. Nejvážněji byly postiženy měny Indonésie, Thajska, Malajsie, Filipín a Jižní Koreje, méně vážněji pak Singapuru a Tchaj-wanu, a zcela odolat měnové krizi se podařilo honkongskému dolaru. Měnová krize znamenala pro postižené státy cenový šok přes kanál depreciace národních měn a vyšší míru inflace. Přes tento prvotní šok však riziko vyšší míry inflace velmi rychle odeznělo a některé státy zaznamenaly již v letech 1998 a 1999 deflační vývoj. Jde např. o Singapur, Thajsko či Hongkong. V Indonésii, která bojovala s cenovým šokem a vysokými tempy inflace až do roku 1999, došlo k prudkému snížení inflace na samotném konci roku 1999 a negativnímu cenovému vývoji ve dvou měsících na počátku roku 2000.

Zvláštní kapitolu tvoří dnes nejrychleji se rozvíjející asijská ekonomika, kterou je Čína. V Číně dochází k rychlým ekonomickým změnám, které se nesou v duchu většího otevírání země světu v oblasti hospodářství. Čína se stává významným exportním i importním partnerem, přičemž její postavení v obou oblastech má rostoucí trend. HDP roste za poslední desetiletí od roku 1995 průměrným tempem okolo 8 – 9 % ročně. I přes

<sup>34</sup> V roce 1989 dosahovala inflace měřená jako vývoj spotřebních cen CPI výše 3080 %, v roce 1990 to bylo 2314 %.

tento, ve srovnání s ostatními světovými ekonomikami, nevídaný dynamický vývoj je pro spotřební ceny v letech 1998 a 1999 charakteristický deflační vývoj. Ten se po následujícím období velmi nízké inflace opakoval ještě v roce 2002. Deflaci zaznamenaly i zvláštní administrativní regiony Číny Hongkong a Makao, přičemž v případě Hongkongu se ukázal problém deflace jako setrvalejší s delší dobou trvání.

Velmi nízká inflace na počátku 21. století a trend jejího snižování vyvolaly široké diskuse o zvýšeném riziku deflačního vývoje ekonomik Spojených států a Německa. V České republice mírný deflační vývoj od ledna do srpna 2003 (vyjma měsíců květen a červen ) vyvolal podobné diskuse a otazníky nad možnou hrozbou deflace.

Na následujících stránkách se budu věnovat blížeji některým zmíněným deflačním obdobím v jednotlivých zasažených zemích z období přelomu 20. a 21. století. Japonsku, jeho hospodářství a podmínkám, které vedly k poklesu CPI do negativního teritoria, budu věnovat větší pozornost a proto se jím budu zabývat v samostatné kapitole.

### 2.2.3.1 Argentina

Argentina patří k zemím, které prodělaly v krátké době za sebou hyperinflaci a posléze se setkaly s deflací. V 80. letech a ještě na počátku 90. let bojovala Argentina neúspěšně s hyperinflací díky rostoucímu zadlužení a nekonsolidovaným veřejným financím. Inflace dosahovala tisíců procent a vlivem prudkého znehodnocení měny musela Argentina dvakrát během 80. let přistoupit k měnové reformě.<sup>35</sup>

Hyperinflace z přelomu 80. a 90. let vedla v roce 1991 k zavedení souboru reforem, které směřovaly k fiskální konsolidaci a zvýšení mezinárodní konkurenceschopnosti. Byla provedena další měnová reforma, v rámci které byla zavedena měna peso. Současně pro účely zvýšení důvěryhodnosti v tuto novou měnu a zabránění opakování hyperinflace z předchozích let bylo peso svázáno přes currency board na americký dolar v poměru 1:1. Tento závazek emitovat peso pouze proti americkému dolaru tak do značné míry omezil standardní funkce Banco Central de la República Argentina k ovlivňování výše peněžní zásoby.

Currency board začal fungovat v dubnu 1991 a zpočátku působil příznivě na stabilizaci argentinské ekonomiky. Inflace rychle poklesla z úrovně 2314 % v roce 1990 na úroveň 24,9 % v roce 1992. Dařilo se rovněž hospodářskému růstu, který se od roku 1991 do roku 1997 pohyboval na úrovni 6 – 9 %. Vzrůst ekonomiky byl podpořen sérií pokračujících reforem jako byla např. restrukturalizace zahraničního dluhu, privatizace, daňová reforma zaměřená na změny v dani z přidané hodnoty, reforma sociálního pojištění či liberalizace finančních trhů. Probíhající privatizace a liberalizace trhů znamenaly významný příliv kapitálu, který svým dílem také přispěl k dynamickému růstu HDP. Naproti tomu situace v politice zaměstnanosti nebyla příliš utěšená, neboť míra

---

<sup>35</sup> V prosinci 1983 nahradilo argentinské peso původní staré peso, v červnu 1985 bylo argentinské peso nahrazeno tzv. australem.



nezaměstnanosti se mezi roky 1992 a 1997 zdvojnásobila na úroveň 13,4 %. Tento nárůst je možné přičíst restrukturalizaci argentinské ekonomiky.

Mexická (Tequila) krize z roku 1995 neměla vliv na výkon argentinské ekonomiky, ovšem znamenala první otazníky ohledně udržitelnosti konvertibility pesa vůči americkému dolaru v poměru 1:1. V důsledku mexické krize a zvýšené nejistoty došlo v Argentině k runu na bankovní depozita. Jejich pokles vedl téměř k finanční nestabilitě systému, ovšem přijatá opatření a potvrzení konvertibility pesa za americký dolar v poměru 1:1 udržely stabilitu finančního systému a přispěly k jeho konsolidaci a internacionalizaci.<sup>36</sup>

2. polovina 90. let přinesla sérii měnových krizí, které zachvátily především země označované jako emerging markets. V roce 1997 to byly země jihovýchodní Asie, v roce 1998 Rusko či v roce 1999 Brazílie. V důsledku toho stoupla obecně opatrnost před investicemi do těchto zemí a pokles investic postihl i Argentinu. Navíc devalvace brazilského reálu znamenala pro Argentinu ztrátu konkurenceschopnosti a pokles exportu do Brazílie, která patří k jedněm z hlavních obchodních partnerů Argentiny. Na ztrátě konkurenceschopnosti se podílel i posilující americký dolar, ke kterému bylo peso stále vázáno v poměru 1:1. Výsledkem těchto nepříznivých okolností byl pokles argentinské ekonomiky v roce 1999 o 3,4 %, jak ukazuje tabulka 2.6.

Tab. 2.6 – Vývoj růstu reálného HDP a míry nezaměstnanosti (1998 – 2004)

(%)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>růst reálného HDP</b>	3,9	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	9,0
<b>míra nezaměstnanosti</b>	12,1	13,5	14,7	18,1	17,5	17,3	14,8

Zdroj: World Bank,  
International Financial Statistics (2005)

S propadem ekonomiky se zhoršovaly i další ekonomické veličiny jako deficit běžného účtu, primární deficit, zahraniční zadlužení aj. Hospodářská recese pokračovala i v následujících letech 2000 a 2001, čímž se situace Argentiny stávala vážnější. Currency board neumožňoval Banco Central de la República Argentina akomodační měnovou politiku a pevné vyhlášení poměru pesa k americkému dolaru neumožňovalo ani nominální přizpůsobení pesa. V této situaci rostla nejistota a očekávání, že pevný poměr 1:1 bude upuštěn ve prospěch devalvace pesa, což se projevilo např. na růstu spreadu u argentinských obligací.

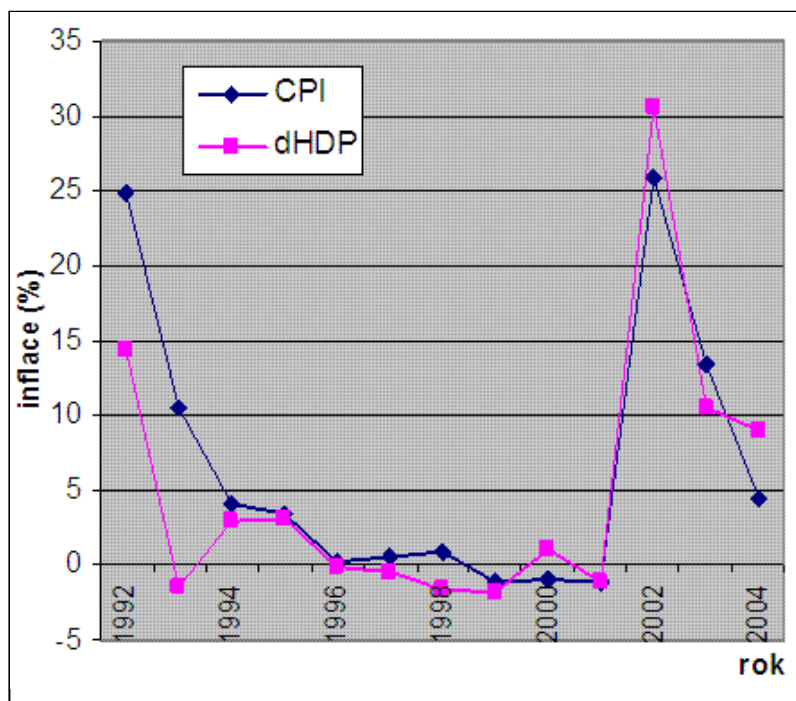
Argentinská vláda hodlala v této situaci uhájít currency board a poměr 1 peso za 1 americký dolar. Za tím účelem čerpala u Mezinárodního měnového fondu úvěry, které se však ukázaly pouze jako kupování času než jako řešení ze složité situace. Stoupající obava z devalvace pesa vedla nejprve k hromadné konverzi bankovních vkladů do dolarů a posléze k runu na bankovní vklady obecně bez rozdílu měny. Nedostatečná likvidita si

<sup>36</sup> Argentina zprivatizovala řadu státních bank, které získaly nové, zahraniční vlastníky.

vynutila administrativní omezení výše výběrů celkovou částkou 250 USD na osobu a týden. Celkově neutěšená situace vedla nakonec 8.1.2002 ke zrušení currency boardu a opuštění vazby pesa k americkému dolaru v poměru 1:1. Kurz pesa byl devalvován o 40 % na hodnotu 1,4 ARP/USD a stal se volně pohyblivým. Jeho devalvace však rychle pokračovala dál a v září 2002 se kurz pesa k americkému dolaru ocitl až na úrovni 3,7.

V úvodu této kapitoly jsem zmínil, že pozitivním efektem zavedení currency boardu bylo rychlé snížení inflace. Graf 2.3 přináší přehled o vývoji indexu spotřebitelských cen společně s vývojem deflátoru HDP.

Graf 2.3 – Vývoj CPI a deflátoru HDP (1992 – 2004)



Zdroj: International Financial Statistics

Graf 2.3 ukazuje, že index spotřebitelských cen a deflátor se vyvíjely poměrně shodně. Zavedení currency boardu působilo na konsolidaci ekonomiky a mělo silný protiinflační efekt, takže v roce 1996 se oba indexy ocitly na úrovni nulového meziročního vývoje. Pokles dále pokračoval a oba indexy následně zaznamenaly deflační vývoj, který byl ukončen po vynuceném opuštění currency boardu v lednu 2002. Index spotřebitelských cen se sice v ročním průměru ocitl v deflačním teritoriu až v lednu 1999, měsíčně publikované meziroční údaje však indikovaly krátkodobý deflační vývoj již dříve. Poprvé to bylo v období duben až červen 1996, podruhé v měsících říjen a listopad 1997. Od března 1999 byl již vývoj indexu spotřebitelských cen pouze deflační a to až do opuštění currency boardu, po kterém se ve vývoji indexu spotřebitelských cen projevila devalvace pesa.

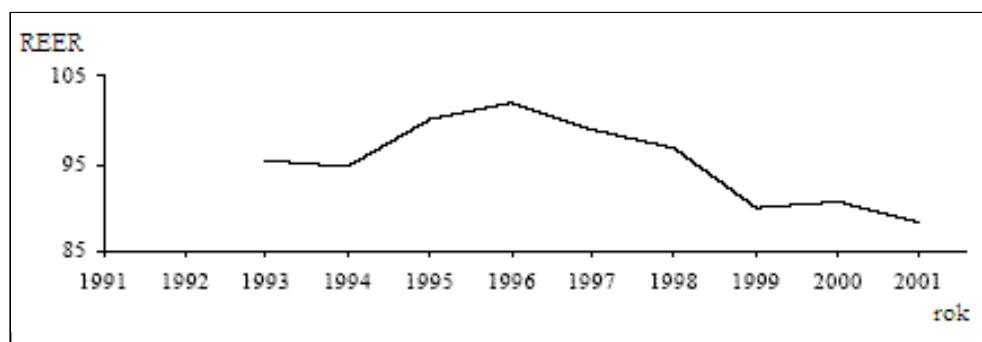
Na deflačním vývoji Argentiny na přelomu 20. a 21. století se negativně projevilo ustanovení currency boardu z počátku 90. let 20. století a postupná dolarizace finančního systému, která následovala po pevném svázání pesa s americkým dolarem. V první řadě samotné svázání pesa s americkým dolarem bylo z pozice obchodu a produkční struktury

Argentiny značně diskutabilní. Argentina byla velice uzavřenou zemí z pohledu mezinárodního obchodu, kdy export tvořil v roce 1991 cca 12 % HDP a import cca 10 % HDP. Navíc Spojené státy nebyly ani hlavním obchodním partnerem a podstatný podíl mezinárodního obchodu náležel zemím Evropské unie, jejichž měny se volně pohybovaly proti americkému dolaru.<sup>37</sup> S velkým podílem neobchodovatelného sektoru a s ekonomikou náchylnou na jiný druh šoků než v případě Spojených států nesplňovala Argentina podmínky pro zavedení optimální měnové zóny. Upnutí se na americký dolar tak znamenalo skryté potenciální nebezpečí při rozdílném vývoji ekonomických podmínek a z nich vyplývající hodnoty amerického dolaru a pesa.

Od počátku zavedení konvertibility amerického dolaru a pesa docházelo v Argentině k postupné dolarizaci veřejného i soukromého sektoru. Nově emitovaný státní dluh byl denominován v amerických dolarech jednak z důvodu menších nákladů na správu a na straně druhé z důvodu implicitní podpory konvertibility, aby v situaci akceptace vyšších nákladů na správu nemohl být takový krok interpretován jako zajištění proti případné devalvaci pesa. U soukromého sektoru docházelo k dolarizaci především u bankovních vkladů a americký dolar se tak stával hlavní měnou plnící funkci uchovatele bohatství. Ke vzrůstu dolarizace však docházelo rovněž na straně bankovních úvěrů a jak dokládá ve své analýze de la Torre (2003), zasáhla dolarizace bankovních úvěrů více neobchodovatelný než obchodovatelný sektor. Ve svém důsledku to znamenalo, že neobchodovatelný sektor mající příjmy v peso zvyšoval svou expozici vůči měnovému riziku. Postupující dolarizace finančních závazků zvedala náklady opuštění currency boardu a oddalovala jakoukoliv devalvaci pesa proti americkému dolaru.

Pevné svázání pesa k americkému dolaru vedlo v průběhu času k výraznému nadhodnocení pesa. Vývoj reálného efektivního měnového kurzu (REER) mezi lety 1993 a 2001 zachycuje graf č. 2.4.

Graf 2.4 – Vývoj REER argentinského pesa (1993 – 2001)



Zdroj: Galiani (2003)

Americký dolar ve 2. polovině 90. let minulého století byl na cestě apreciacie prakticky vůči všem světovým měnám. Při pevné vazbě pesa k americkému dolaru to znamenalo simultánní zhodnocování pesa přibližně od roku 1996. Appreciacie REER

<sup>37</sup> Později těsně před vypuknutím finanční krize sice došlo k zohlednění dominantních obchodních partnerů ve vazbě pesa na měnový koš, který tvořilo z 50 % americký dolar a z 50 % euro. To se však stalo v situaci, kdy došlo k vyrovnání parity eura s americkým dolarem, čímž tato úprava nemohla mít již žádný vliv na další události.

postupně narůstala a přispívaly k ní i nejednotný vývoj fundamentálních ukazatelů Spojených států a Argentiny, ke kterým se řadil převážně nárůst veřejného dluhu. Výrazný příspěvek k celkovému nadhodnocení pesa přinesla Brazilská krize v roce 1999, kdy brazilský real podstatně deprecioval proti americkému dolaru a tím i argentinskému pesu. Perry a Servén (2003) ve své studii odhadují, že nadhodnocení pesa z pohledu odchýlení REER od rovnovážné hodnoty dosáhlo ke konci roku 2001 před následným odvoláním currency boardu celkem 53 %.

Uvedená hodnota nadhodnocení pesa představuje významnou nerovnováhu a v argentinské ekonomice se projevila zpomalením růstu hospodářského produktu a růstem míry nezaměstnanosti. Při volně pohyblivém kurzu pesa by rovnovážnou úroveň kurzu zajistila deprecie, avšak u pevně stanoveného poměru pesa 1:1 k americkému dolaru takové přizpůsobení nebylo možné a jedinou možností by byla administrativní devalvace. V situaci Argentiny, ve které významná část bankovních úvěrů neobchodovatelnému sektoru (tj. mající příjmy v peso) byla dolarizovaná, by devalvace znamenala zvýšení reálné hodnoty závazků. Jedinou možností přizpůsobení nadhodnocení REER u pevně fixovaného poměru kurzů je tak přizpůsobení přes domácí cenovou hladinu. Při daném kurzu jsou ceny příliš vysoké, proto ekonomika bude směřovat k přizpůsobení přes pokles cenové hladiny, tj. přes proces deflace. Krugman (2001) tento proces přizpůsobení popisuje slovy: „ekonomika se ‚pokouší‘ dosáhnout devalvace přes deflaci“. Tento proces je sám o sobě velice dlouhý a bolestný a souvisí s prodloužením hospodářské recese.

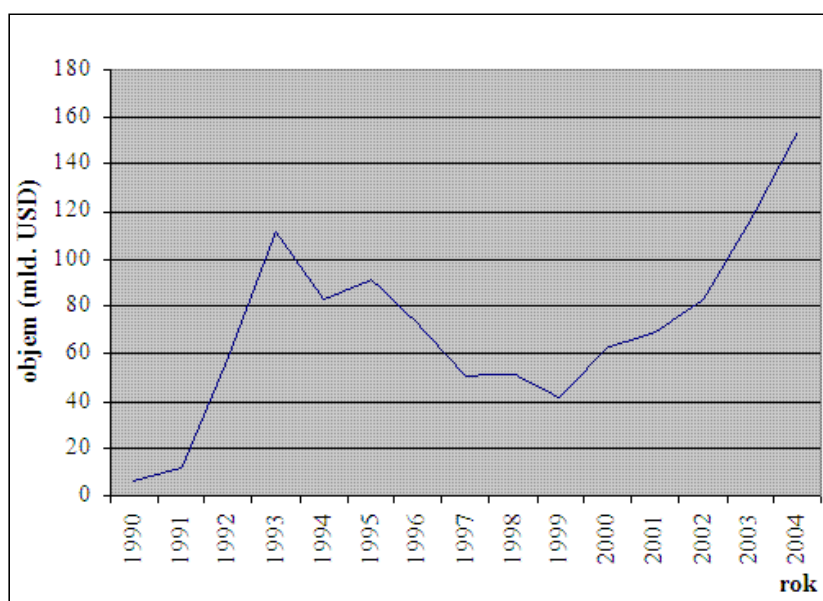
Problémem tohoto typu přizpůsobení je ovšem problém dluhové deflace. Pokles cenové hladiny a pokles ekonomického výkonu podkopávají platební schopnost dlužníků, jejichž příjmy pocházejí z neobchodovatelného sektoru. Devalvace snižuje příjmy neobchodovatelného sektoru v porovnání s příjmy obchodovatelného sektoru, čímž jsou znevýhodněni dlužníci z neobchodovatelného sektoru, kterým v tomto důsledku roste reálná hodnota dluhu. Problémem přizpůsobení v pegu či currency boardu je zvýšení reálné hodnoty dluhů v neobchodovatelném sektoru bez rozdílu na měnu, v jakém je dluh denominován.

Devalvace v Argentině pramenila z koncepce pevného svázání pesa s americkým dolarem v currency boardu. Currency board byl sice úspěšný ve snížení inflace, ale nezabránil odchýlení pesa od rovnovážné hodnoty REER a jeho nadhodnocení. Následný proces deflace byl reakcí na toto nadhodnocení ve snaze o dosažení takové rovnovážné úrovně REER, ve které by peso nebylo při fixním poměru 1:1 nadhodnoceno vůči americkému dolaru.

### 2.2.3.2 Čína

Čínská lidová republika patří s Kubou k posledním zemím, kde vrcholnou politickou moc představuje komunistická strana. V Číně dochází postupně k provádění reform, které začaly již v roce 1978 a jejichž účelem má být reformace čínské společnosti včetně čínského hospodářství. Za uplynulých skoro 30 let patří růst HDP Číny k nejdynamičtějším na světě. Průměr od roku 1978 do roku 2002 činí 9,4 % (Lin (2004)). Na počátku 90. let po pádu komunismu v Evropě si čínští političtí představitelé uvědomili, že s měnícím se světem je třeba reagovat na změny a zapojit se do světového trhu, pakliže trh v rámci RVHP se rozpadl a přestal existovat. Čína zintenzivnila probíhající reformy a začala otevírat svou ekonomiku světu. V rámci větší otevřenosti se pro ni stal jedním z významných faktorů růstu příliv přímých zahraničních investic (FDI). Vývoj přímých zahraničních investic v letech 1990 až 2004 zachycuje graf 2.5, ze kterého je markantní především rychlý růst FDI z počátku 90. let. V roce 1993 přesahovaly FDI 111 mld. USD, což představuje 17-tinásobek úrovně roku 1990.

Graf 2.5 – Vývoj objemu přímých zahraničních investic (1990 – 2004)

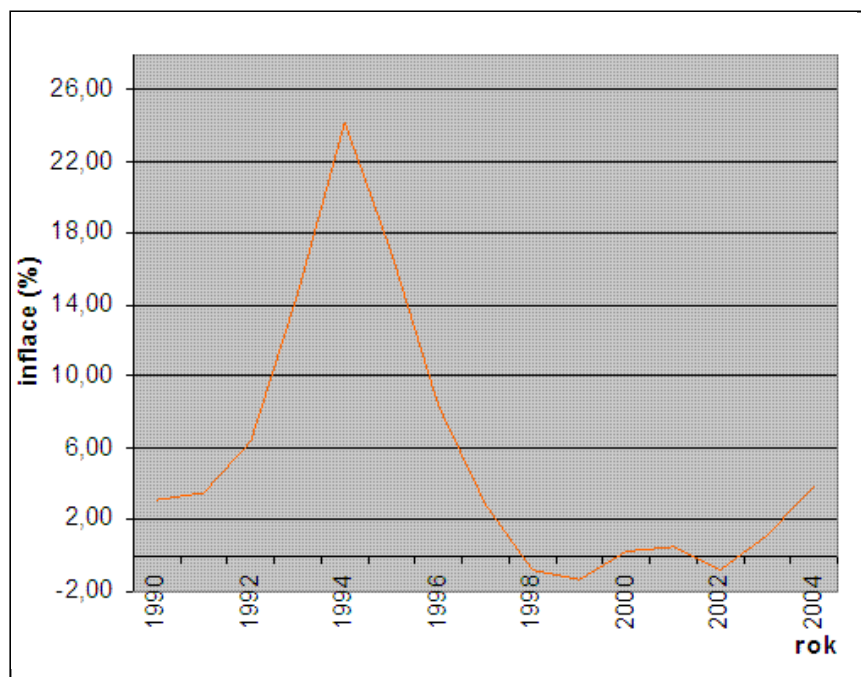


Zdroj: USCBC (The US-China Business Council)

Počátek 90. let byl ve znamení rychlého růstu HDP, který se v roce 1993 pohyboval na úrovni 15 %. Na jaře roku 1993 však již začala čínská ekonomika vykazovat znaky přehřátí. Významný příliv FDI se promítl do růstu investic a nabídky úvěrů, které táhly nahoru vysoká tempa růstu HDP. Současně s tím však docházelo k vysokému růstu inflace. Čínská vláda proto od poloviny roku 1993 zahájila program opatření, které by zamezily růstu inflace. Tato opatření trvala do roku 1997 a v jejich důsledku došlo k výraznému snížení přílivu FDI a postupnému poklesu tempa růstu HDP na úroveň přibližně 8 – 9 %.

I když došlo k jisté (zdravé) korekci v růstu HDP, podstatnější korekce proběhla v tempu růstu spotřebních cen, který je zachycen na grafu 2.6

Graf 2.6 – Vývoj hladiny spotřebitelských cen (1990 – 2004)



Zdroj: USCBC (The US-China Business Council),  
International Financial Statistics

Z vývoje grafu 2.4 je patrné, že inflace na počátku 90. let vystřelila prudce vzhůru a s vrcholem na úrovni 24 % v roce 1994 se stala brzy neovladatelnou. Zahájená opatření nápravy však naštěstí pro Čínu znamenaly stejně rychlý pokles inflace, ovšem během pouhých 3 let se Čína ocitla u opačného problému. Na podzim 1997 začala ekonomika vykazovat velmi nízký vývoj spotřebních cen, který se nakonec v roce 1998 změnil v pokles cen. Negativní vývoj cen spotřebního zboží byl vykazován ještě v roce 2000, kdy cenový vývoj alternoval mezi kladnými a zápornými hodnotami v intervalu přibližně  $\pm 1$  %. Po kratším období velmi nízké inflace došlo v roce 2002 opět k poklesu indexu spotřebitelských cen.

Jak dokládá tabulka 2.6, v období negativního cenového vývoje rostla čínská ekonomika nadále solidním tempem. Je pravdou, že tempo růstu ekonomiky se mírně snížilo na úroveň 7 – 8 %, což představuje o něco nižší tempo než je dlouhodobý průměr růstu HDP ve výši 9,4 %. Solidní tempo růstu a stabilní míra nezaměstnanosti na úrovni 3,1 % dokládají, že deflační vývoj nijak nepoznamenal čínskou ekonomiku.

Tab. 2.7 – Vývoj růstu reálného HDP a míry nezaměstnanosti (1997 – 2004)

(%)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>růst reálného HDP</b>	8,8	7,8	7,1	8,0	7,5	8,0	9,1	9,5
<b>míra nezaměstnanosti</b>	3,1	3,1	3,1	3,1	3,6	4,0	4,4	4,3

Zdroj: USCBC (The US-China Business Council)

Faktory, které stojí za deflačním vývojem jsou v případě Číny především na straně agregátní nabídky než na straně agregátní poptávky. Čínu, stejně jako jiné země, postihlo v 90. letech několik propadů na trhu aktiv. V roce 1992 zažil trh nemovitostí horečku, při které ceny nemovitostí prudce rostly a rozšiřovala se spekulace na jejich další růst. Po zavedení opatření v letech 1993 a 1994 na zabránění přehřátí ekonomiky došlo k prasknutí bubliny a propadu cen na trhu nemovitostí. Mezi lety 1992 až 1994, kdy Čína procházela obrovským boomem, ztratil šanghajský akciový index 2/3 své hodnoty. V květnu 1997 ztratil pro změnu šanghajský akciový index třetinu své hodnoty, což vedlo k poklesu aktivity na tomto trhu. Propadem byl rovněž zasažen trh nemovitostí. I když došlo k výrazným propadům na trhu aktiv, spotřeba domácností nebyla nijak zasažena a nadále rostla stabilním tempem. Důvody je třeba přičítat specifickým čínského hospodářství. Z celkové populace žije 30 % obyvatel ve městech, zbytek jsou obyvatelé žijící na venkově, kde se zabývají zemědělskou činností na pronajatých polích, které patří státu. To je důvod, proč propad cen nemovitostí včetně půdy nemá zásadní vliv na spotřební chování. Obdobně je tomu i v případě akciového trhu, který vznikl v Číně teprve na počátku 90. let 20. století. Vlastnictví akcií a akciových instrumentů není příliš rozšířeno mezi domácnostmi a představuje pouze malou část z celkově držaných aktiv. Pokles hodnoty těchto finančních instrumentů postihl sice jednotlivé úzké skupiny, které byly zainteresovány v držbě větších podílů, ale v globálu neznamenal ohrožení pro spotřebu většiny domácností.

Deflační vývoj v Číně je dáván do souvislosti s agregátní nabídkou zejména přes vliv rostoucích výrobních kapacit a jejich malé míry využití. Lin (2004) tento stav dokládá na přehledu míry nevyužití výrobních kapacit v jednotlivých oborech. Míra využití výrobních kapacit se ve výrobním sektoru pohybuje kolem 50-ti %, přičemž v některých oblastech nedosahuje míra využití ani 40 %. Poměrně nízká míra využití výrobních kapacit je dána rostoucími investicemi do hmotného investičního majetku a technologických inovací. Míra růstu investic do hmotného investičního majetku přitom v posledních 10-ti letech významně předbíhá finální poptávku ekonomiky, čímž je dána celkově nízká míra využití výrobních kapacit. Lin současně konstatuje, že růst spotřební poptávky je omezen růstem příjmu, který je jen pozvolný a proto nemůže finální poptávka růst stejnoměrně s růstem výrobních kapacit.

Chybějící poptávka je v případě Číny kompenzována zahraniční poptávkou, která významně přispívá ke zvýšení čínského exportu, jak dokládá tabulka 2.8.

Tab. 2.8 – Export, import a čistý export (1995 – 2004)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Export</b>	148,8	151,1	182,7	183,8	194,9	249,2	266,2	325,6	438,4	593,4
<b>Import</b>	132,1	138,8	142,4	140,2	165,7	225,1	243,6	295,2	412,8	561,4
<b>NX</b>	16,7	12,3	40,3	43,5	29,2	24,1	22,5	30,4	25,5	31,9

Zdroj: USCBC (The US-China Business Council)

Rostoucímu exportu odpovídá i stejně velký nárůst v importu. Ten tvoří především polotovary a suroviny nutné pro výrobu finálních výrobků. Ze surovin to je především ropa, železo, ocel, měď a další, které Čína hojně dováží. Hlad po těchto surovinách v posledních 3 letech je také příčinou toho, proč ceny těchto surovin na komoditních trzích rostou. To má v posledních letech za následek zvýšení inflace nejen v samotné Číně.

Na růstu čínského exportu měla vliv také politika pevného ukotvení čínského juanu k americkému dolaru. Juan deprecioval v lednu 1994 z předchozích úrovní kolem 5,8 na hodnotu 8,62 juanu za americký dolar. Od října 1997 byl však jejich vzájemný měnový kurz prakticky neměnný na úrovni 8,28. Americký dolar oslabující vůči ostatním měnám od počátku nového tisíciletí znamenal při politice pevného kurzu juanu pro Čínu jistou výhodu při vývozu do ostatních zemí, neboť tím docházelo ke zlevňování čínského vývozu. To samozřejmě vedlo k ohlasům a požadavkům na apreciaci juanu. K těmto požadavkům se připojily nakonec i Spojené státy, které jsou významným importérem čínského zboží. Při rostoucím schodku obchodní bilance Spojených států by apreciacie juanu vůči dolaru znamenala totiž určitou úlevu obchodní bilanci. Čína nechtěla dlouhé roky tyto hlasy vyslyšet, nakonec však 21. července 2005 přistoupila na změnu měnového režimu, kdy juan začal podléhat režimu řízeného floatingu opírajícího se o poptávku a nabídku. Změna měnového režimu přinesla mírnou apreciaci juanu vůči americkému dolaru ve výši přibližně 2,3 %, což nakrátko utišilo mezinárodní tábor volající po revaluaci juanu. Nedlouho poté (duben 2006) se Spojené státy opět nechaly slyšet s požadavkem vyšší revaluace juanu, neboť předchozí apreciacie byla z jejich pohledu nedostatečná a neodpovídající situaci čínského mezinárodního obchodu.

Pokles cenové hladiny, který Čína zaznamenala na přelomu tisíciletí poskytuje poměrně dobrý příklad poklesu cenové hladiny v souvislosti s růstem agregátní nabídky v důsledku růstu výstupu ekonomiky.

### 2.2.3.3 Hongkong

Hongkong je dnes zvláštním administrativním regionem, který od 1.7.1997 spadá pod zřízení Číny. Po více než 150-ti letech, kdy Hongkong spadal pod vládu Velké Británie, se suverenity nad Hongkongem ujala Čínská lidová republika. Hongkong má doposud vysoký stupeň autonomie prakticky ve všech záležitostech, vyjma zahraniční a vojenské politiky. Podle Čínsko-britské vzájemné deklarace z roku 1984 si Hongkong udrží své politické a ekonomické uspořádání po dalších 50 let od navrácení pod čínské zřízení.

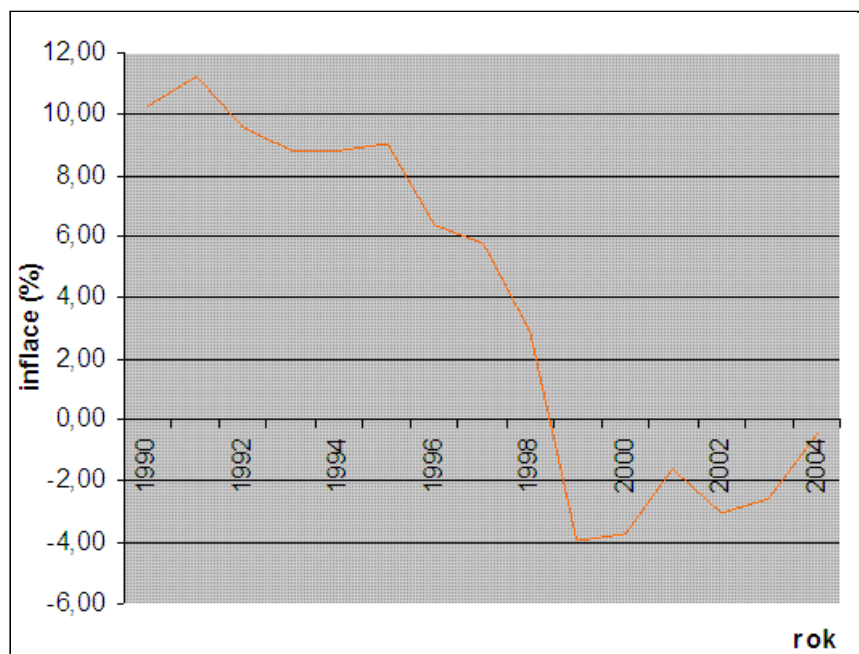
Hongkong se pod britskou nadvládou stal jedním z asijských tygrů, který dával o sobě vědět především rychle rostoucí ekonomikou orientovanou na export a postupným růstem jeho důležitosti coby finančního centra. Hospodářský růst v 80. letech 20. století dosahoval úrovně 5 – 6 % při nepatrné nezaměstnanosti okolo 1 – 3 %. Vývoj hladiny cen byl v 80. letech poměrně více nevyrovnaný, neboť inflace oscilovala mezi úrovní 11 %



v roce 1982 a 3,5 % v letech 1985 a 1986, aby se následně vrátila k úrovni 10 % na přelomu 80. a 90. let.

Dynamika vývoje cenové hladiny od 90. let je zachycena na grafu 2.7. Hlavním trendem je postupná desinflace, která se ve druhé polovině 90. let změnila v celkový negativní cenový vývoj.

Graf 2.7 – Vývoj hladiny spotřebitelských cen (1990 – 2004)



Zdroj: International Financial Statistics

Index spotřebitelských cen se dostal do negativního teritoria v listopadu 1998 a zde setrval až do června 2004. Svou délkou trvání a se po Japonsku jedná o nejtrvalejší deflační vývoj. V případě velikosti propadu cenové hladiny se jedná o nejrozsáhlejší deflační vývoj, neboť index spotřebitelských cen klesl za období 6-ti let kumulovaně o 16 %. Z pohledu deflátoru HDP byl tento cenový propad ještě větší a nastal o 3 čtvrtletí dříve než v případě poklesu indexu spotřebitelských cen. Kumulativně dosáhl pokles deflátoru HDP úrovně 26-ti %, jak dokumentuje níže uvedená tabulka 2.9 sumarizující vývoj reálného produktu, nezaměstnanosti a deflátoru HDP.

Tab. 2.9 – Reálný produkt, nezaměstnanost a deflátor HDP (1997 – 2004)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>HDP</b>	5,1	-5,0	3,4	10,2	0,5	1,9	3,2	8,1
<b>nezaměstnanost</b>	2,2	4,7	6,2	5,0	5,1	7,3	7,9	6,8
<b>deflátor HDP</b>	5,7	0,2	-5,9	-6,2	-1,9	-3,6	-5,2	-3,1

Zdroj: IMF - World Economic Outlook (September 2005), statistical appendix

Počátek problémů Hongkongu byl odstartován v roce 1997, kdy jihovýchodoasijské ekonomiky byly postiženy finanční krizí, která měla počátek v polovině roku 1997 v Thajsku. Hongkong byl v roce 1997 postižen dvěma poptávkovými šoky v podobě

poklesu trhu nemovitostí a poklesem akciového trhu. Celkovým důsledkem finanční krize byl prudký pokles reálného produktu o 5 % v roce 1998, po kterém následovalo silné, ale krátkodobé oživení v letech 1999 a 2000 doprovázené současně poklesem cenové hladiny. V roce 2001 došlo opět k negativnímu obratu, který znamenal snížení růstu hospodářského produktu téměř na nulu a měl rovněž vliv na akceleraci deflace. Dalším negativním projevem asijské finanční krize bylo prudké zvýšení míry nezaměstnanosti v roce 1998 na dvojnásobnou úroveň 4,7 % během jednoho jediného roku. Míra nezaměstnanosti se následně v roce 2003 vyšplhala na dosah 8-mi % (viz. tab. 2.9).

Podstatný vliv na hongkongskou ekonomiku měly dva exogenní poptávkové šoky, které měly separátní projev. Nejprve byl korekcí zasažen hongkongský akciový trh, který začal ztrácet ihned po vypuknutí asijské krize v červenci 1997. Do ledna 1998 ztratil celkem 43 % a zvýšená volatilita panovala na trhu i po této korekci. Index akciového trhu se stihl s oživením ekonomiky vrátit do června 2000 na své úrovně z července 1997, ale s novým zbržděním ekonomiky došlo k září 2001 k dalšímu stejně rozsáhlému propadu o 40 % jako tomu bylo již v červenci 1997. Klesající trend přetrvával nakonec až do dubna 2003. V případě trhu nemovitostí začal pokles v říjnu 1997 a do října 1998 došlo k poklesu cen o 45 %. Do poloviny roku 2003 zaznamenal trh nemovitostí celkový pokles o 66 % z vrcholu v říjnu 1997, od té doby však došlo k přibližně 40% nárůstu v porovnání vůči této nižší základně.

Propad cen na trhu aktiv, především pak na trhu nemovitostí, se podepsal na následném negativním vývoji indexu spotřebitelských cen dvěma způsoby. Prvním, přímým kanálem bylo vlastní ovlivnění položky týkající se bydlení, která tvoří součást indexu spotřebitelských cen. P. Schelekens (2004) uvádí, že položka bydlení zaznamenala celkovou změnu -20,3 % v období září 1997 až leden 2002. Při váze 29,9 % se podílela na negativním cenovém vývoji z 50,5 %, tj. polovina celkového poklesu indexu spotřebitelských cen připadá na položku bydlení.<sup>38</sup> Druhým, nepřímým kanálem vlivu propadu cen na trhu aktiv na pokles indexu spotřebitelských cen byl vliv přes bilanční a majetkový efekt. Bilanční i majetkový efekt jsou v Hongkongu signifikantními efekty, neboť velká část majetku domácností je držena právě v akciích a nemovitostech a bankovní úvěry jsou zajištěny převážně prostřednictvím nemovitostí. Zpomalení soukromých spotřebních výdajů a pokles soukromých investic v důsledku nižší ochoty bank poskytovat úvěry tak nemohou být překvapením.

Na poklesu indexu spotřebitelských cen se také významnou měrou podílely ceny importovaného zboží hlavních obchodních partnerů Hongkongu. Tento vývoj zachycuje tabulka 2.10.

---

<sup>38</sup> Dalšími významnými položkami, které se podílely na poklesu CPI byly potraviny, oblečení a obuv a trvanlivé zboží, které za uvedené období poklesy o 6,1 %, 32,9 %, resp. 20,1 % a na celkovém poklesu indexu spotřebních cen se podílely ze 13,7 %, 11,3 %, resp. 10, 5 %.

Tab. 2.10 – Index cen importů (1995 – 2003)

( r. 2000 = 100)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Cena importů</b>	110,4	109,0	106,5	101,3	99,2	100,0	96,9	93,1	92,8

Zdroj: International Financial Statistics

Výše uvedená tabulka uvádí několik důležitých informací o vývoji cen importů. Za prvé, k poklesu indexu cen importů došlo již v roce 1996, tj. 2 roky před poklesem deflátoru HDP a indexu spotřebitelských cen. Za druhé, ve sledovaném období od roku 1995 až do roku 2003 docházelo k nepřetržitému poklesu indexu cen importů a celkový pokles indexu cen importů dosáhl téměř 18 procentních bodů. A za třetí, k největšímu meziročnímu poklesu ve výši 5,2 procentních bodů došlo mezi lety 1997 a 1998, což je období bezprostředně po asijské krizi.

Příčiny vývoje indexu cen importů a vliv na index spotřebitelských cen je třeba hledat v souvislosti s měnovým režimem, který funguje v Hongkongu. Hongkong používá pevný měnový mechanismus. Jeho oficiálním názvem je „navázaný měnový mechanismus“<sup>39</sup> a představuje jistou podobu currency boardu a svázání hongkongského dolaru k americkému dolaru při poměru 7,8 HKD/USD. Tento currency board byl zaveden v říjnu 1983 a Hongkong k němu přistoupil po předchozím období volného floatingu. Důvodem k pevnému svázání hongkongského dolaru k americkému dolaru byla panika, která zachvátila trh po podepsání Čínsko-britské vzájemné deklarace. Ta rozhodla o navrácení Hongkongu pod čínské zřízení po uplynutí 14 let, přičemž následnou reakcí trhu byl propad hongkongského dolaru v režimu volně pohyblivého kurzu z hodnoty okolo 4,6 HKD/USD dočasně až k úrovni 9,6. Svázání hongkongského dolaru v currency boardu není úplně pevné, neboť v současné době hodnota 7,8 představuje strop měnového kurzu a dno tohoto kurzu není oficiálně dáno. Za celou dobu existence currency boardu se přitom aktuální hodnota měnového kurzu nikdy neodchýlila od úředně stanovené hodnoty 7,8 o více než 1 %.

Udržení dlouhodobě stabilního měnového kurzu hongkongského dolaru vůči americkému dolaru je svým způsobem unikátní, ale vzbuzuje rovněž otázku ospravedlnitelnosti a zda stanovená hodnota mohla představovat ekonomicky správnou hodnotu měnového kurzu hongkongského dolaru v takto dlouhém období. V grafu 2.7 byla prezentována inflace v Hongkongu od počátku 90. let. Uvážíme-li poměrně vysokou inflaci hongkongské ekonomiky do roku 1997 a předchozí srovnatelně vysokou inflaci v 80. letech, což představuje průměrnou inflaci na úrovni 8 % mezi lety 1983 a 1997, a skutečnost, že průměrná inflace za stejné období ve Spojených státech byla pouze 3,5 %, pak je zřejmé, že hodnota měnového kurzu na stanovené úrovni 7,8 nemohla v průběhu času zobrazovat ekonomicky opodstatněnou úroveň. Výrazná devalvace v roce 1983 znamenala podhodnocení hongkongského dolaru a vytvoření určité formy polštáře, který

<sup>39</sup> linked-exchange-rate mechanism

sloužil pro expanzi ekonomiky. S postupem času byl tento polštář vyčerpáván, až se nakonec hongkongský dolar stal při úrovni 7,8 nadhodnocený.

Asijská finanční krize byla odstartována po devalvaci thajského bahtu, jehož tehdejší úroveň vůči americkému dolaru se ukázala být nadhodnocena a vedla k odčerpávání devizových rezerv. Spekulace na devalvaci se nevyhnula ani hongkongskému dolaru, který čelil první vlně spekulace v říjnu 1997. Další útoky přišly ještě v lednu, červnu a srpnu 1998, avšak hongkongský dolar všechny tyto útoky ustál, byť za cenu prudkého zvýšení úrokových měr.<sup>40</sup> Jedním z hlavních faktorů úspěšného odolání spekulativního devalvačního útoku byla výše objemu devizových rezerv. Ty činily v roce 1997 přibližně 90 mld. USD, což ve světovém srovnání představovalo 4. příčku největších devizových rezerv na světě (k dubnu 2006 činily tyto rezervy 127 mld. USD). V případě Hongkongu tak nebylo pochyb, že by nebyl schopen ubránit pevnou vazbu na americký dolar. Útoky na hongkongský dolar spíše vyjadřovaly domnění trhu, že Hongkong nebude chtít bránit svůj dolar za každou cenu. 4 hlavní útoky si nakonec vyžádaly intervenci ve výši 18 mld. USD.

Vysoký stupeň otevřenosti ekonomiky a pevný měnový kurz predeterminují, že ekonomika a její domácí cenová hladina budou více náchylné na exogenní šoky. Vzhledem k tomu, že velká řada hlavních obchodních partnerů Hongkongu přistoupila během asijské krize k devalvaci svých měn, ovlivnil tento exogenní šok rovněž cenovou hladinu jako jeden z významných faktorů poklesu cenové hladiny v Hongkongu.

#### 2.2.3.4 Makao

Makao, stejně jako Hongkong, tvoří zvláštní administrativní region Čínské lidové republiky. Před přechodem 20. prosince 1999 pod čínské zřízení bylo Makao po 442 let pod portugalským vlivem, avšak Čínsko-portugalské rozhovory, které začaly rok po podepsání Čínsko-britské vzájemné deklarace, vyústily v roce 1987 v podepsání Čínsko-portugalské vzájemné deklarace a rozhodnutí o přechodu Makaa pod čínskou autonomii k 20.12.1999. Podobně jako v případě Hongkongu také Čínsko-portugalská vzájemná deklarace ustanovuje, že si Makao udrží své politické a ekonomické uspořádání po dalších 50 let od návratu pod čínské zřízení.

Makao je malá otevřená ekonomika, jehož měnový systém je založen jako v případě Hongkongu na currency boardu. Domácí měnová jednotka Makaa, tzv. pataka, je napojena na hongkongský dolar v poměru 1,03 MOP/HKD, což při pevné vazbě hongkongského dolaru na americký dolar znamená nepřímé napojení pataky na americký dolar v poměru 8,03 MOP/USD. Měnová autorita Makaa tak nemá žádný prostor pro ovlivňování své měnové politiky a úrokové míry jsou determinovány úrokovými měrami Hongkongu, resp. Federálního rezervního systému ve Spojených státech. Emise domácí měny pataky je kryta 100% zahraničními rezervami systému currency board.

---

<sup>40</sup> Krátkodobé mezibankovní úrokové míry dosáhly trojmístných cifer a měsíční úroková míra se vyšplhala na 50 %

Ekonomika Makaa se v dnešní době opírá o tři základní pilíře. Je jimi obchod, turismus a hazardní hry, přičemž poslední dvě jmenované oblasti spolu úzce souvisejí. V oblasti obchodu tvoří hlavní vývozní artikl oděvní průmysl, který představuje celé ¾ exportu. Vývoj reálného produktu a míry nezaměstnanosti od roku 1997 postihuje tabulka 2.11.

Tab. 2.11 – Reálný produkt a nezaměstnanost (1996 – 2004)

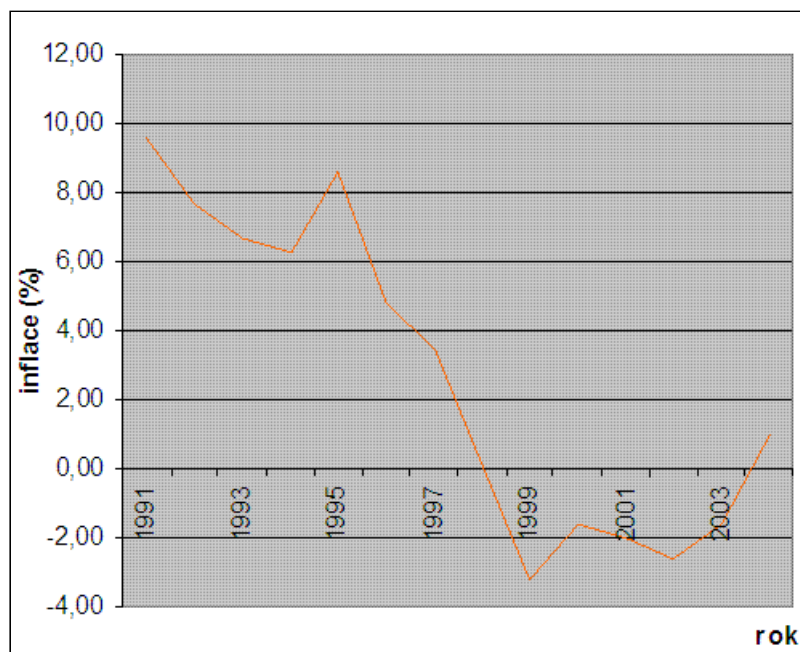
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>HDP</b>	-0,4	-0,3	-4,6	-3,0	4,6	2,9	10,1	14,2	28,0
<b>nezaměstnanost</b>	4,3	3,2	4,6	6,3	6,8	6,4	6,3	6,0	4,8
<b>deflátor HDP</b>	1,4	1,1	-2,8	-1,9	-2,1	-1,4	0,2	1,6	1,6

Zdroj: Monetary Authority of Macau,  
International Financial Statistics

Jak je patrné z vývoje reálného produktu, hospodářský pokles začal již před vypuknutím asijské finanční krize, kdy v roce 1996 byl zaznamenán pokles o 0,4 %. K výraznějšímu propadu došlo v letech 1998 a 1999, kdy ekonomika Makaa klesla o 4,6 %, resp. 3,0 %. Na tomto poklesu se podílely dopady asijské krize, ovšem hlavní roli poklesu produktu je možné přisoudit bombovým útokům z let 1998 a 1999. Jelikož Makao se opírá o příjmy z turismu, bombové útoky významně omezily příliv turistů a znamenaly propad reálného produktu. Po začlenění Makaa pod čínské zřízení došlo k oživení ekonomiky, kterou vedle rostoucího exportu táhl především turismus. Dynamický vývoj v podobě dvouciferného růstu reálného produktu, ke kterému došlo v letech 2003 a 2004, umožnila především liberalizace v průmyslu hazardních her, ke které došlo v roce 2002. V jejím důsledku prudce vzrostly příjmy z hazardních her, o které se postarali zejména návštěvníci z Hongkongu a stoupající počet návštěvníků z Číny.

Vývoj deflátoru HDP zachyceného v tabulce 2.9 ukazuje pokles všeobecné cenové hladiny mezi lety 1998 a 2002. Vývoj deflátoru HDP je shodný s vývojem indexu spotřebitelských cen, jež je zachycen v následujícím grafu 2.8.

Graf 2.8 – Vývoj hladiny spotřebitelských cen (1991 – 2004)



Zdroj: DSEC (Direcção dos Serviços de Estatística e Consos)

Na počátku 90. let trpělo Makao poměrně vysokou inflací. Z předešlého grafu je patrné, že Makao prošlo rychlým snižováním cenové hladiny z úrovně 8,6 % v roce 1995. Snižování tempa inflace bylo důsledkem ekonomického oslabení částečně způsobené zavedením kontrolních opatření v roce 1993 ze strany Číny na zmírnění přehřáté ekonomiky, které byly uplatňovány zejména v jižní oblasti Číny. Pokles tempa inflace pokračoval, až nakonec meziroční inflace dosáhla v roce 1999 negativního teritoria při poklesu cenové hladiny o 3,2 %. Poprvé se index spotřebitelských cen ocitl v negativním teritoriu v červenci 1998 a negativní vývoj indexu spotřebitelských cen pokračoval kontinuálně až do května 2004. Během tohoto období index spotřebitelských cen ztratil celkem 11 %, přičemž k největšímu poklesu cenové hladiny v meziročním srovnání došlo na počátku deflačního období.

Podobně jako v ostatních asijských ekonomikách došlo i v Makau k propadu trhu aktiv a k propadu cen nemovitostí. Byl to právě propad cen nemovitostí, který významně přispěl k celkovému poklesu cenové hladiny. Index spotřebitelských cen je v Makau složen z několika položek, kterým dominuje položka „potraviny a nápoje“ s vahou 31,35 % těsně následovaná položkou „náklady pronájmu a bydlení“ s vahou 29,93 %. Dohromady mají tyto dvě položky váhu přes 61 %. Největšími příspěvci poklesu cenové hladiny se staly právě položky potraviny a nápoje a náklady pronájmu a bydlení, kterým ještě významně sekundovala položka „oblečení a obuv“. Index cen těchto položek klesl mezi lety 1998 a 2003 celkem o 11 procentních bodů shodně u položek potraviny a nápoje a náklady pronájmu a bydlení. Největšího poklesu však doznal index jiné položky, kterou bylo oblečení a obuv. Tento index klesl ve stejném období celkem o 32 procentních bodů. S relativně nízkou vahou 5,26 % však položka oblečení a obuv měla i menší příspěvek na

celkovém poklesu cenové hladiny. Dohromady jsou tyto tři položky s celkovou vahou přibližně 66 % zodpovědné za pokles indexu spotřebitelských cen ze 78 %.

Jestliže se v poklesu cenového indexu náklady pronájmu a bydlení promítly interní faktory, pak na vývoj indexu cen potravin a nápojů měly vliv především faktory externí. Důvodem pro toto tvrzení je fakt, že Makao při své malé rozloze a velké hustotě osídlení je odkázáno na import potravin včetně pitné vody z okolních států a potraviny tvoří celou třetinu celkového importu do země. Pokud se podíváme na země, které patří k největším exportérům do Makaa, pak se jedná o Čínu, na kterou připadá cca 40 % importů, následovaná na druhém místě Hongkongem s podílem ve výši cca 15 %. V předchozích kapitolách již bylo zmíněno, že v těchto zemích docházelo ve stejném období také k deflačnímu vývoji.

Z výše uvedeného popisu je patrné, že ve vývoji cenové hladiny Makaa se uplatnily stejné faktory, které měly vliv na vývoj cenové hladiny Hongkongu, tj. především pokles cen nemovitostí a pokles importních cen.

#### 2.2.3.5 Tchaj-wan

Tchaj-wan<sup>41</sup> je typickým představitelem zemí označovaných jako asijské tygři. Za posledních 50 let prodělal Tchaj-wan velkou změnu, kdy se přetransformoval z vesměs nerozvinutého zemědělského ostrova do ekonomiky produkující zboží v oblasti nejnovějších technologií. Reálný růst dosáhl v průměru za poslední tři desetiletí úroveň okolo 8 % za rok. Jedná se o malou otevřenou ekonomiku, jejíž růst pohání především zahraniční obchod. V 50. a 60. letech se Tchaj-wan soustředil na vývoz zboží náročného na práci, dnes převažují kapitálově a technologicky náročné produkty. Zemědělství se dnes podílí na HDP pouze ze 2 %, přičemž v roce 1952 to bylo 35 %. Tradiční odvětví náročná na práci jsou dnes z Tchaj-wanu přemísťována do zahraničí a nahrazují je odvětví kapitálově a technologicky náročná. Tchaj-wan se tak kromě vývozu produktů stává i vývozcem kapitálu a patří k hlavním investorům v Číně, Thajsku, Indonésii, Filipín, Malajsii a Vietnamu.

Přebytek obchodního účtu je vlivem exportní orientaci Tchaj-wanu enormní, díky čemuž devizové rezervy s objemem ve výši 260,9 mld. USD (ke konci května 2006) patří ke třetím největším na světě. Nový tchajwanský dolar, který se vůči ostatním zahraničním měnám pohybuje od roku 1978 v systému řízeného floatingu, tak má v těchto devizových rezervách dostatečně velkou oporu.

Hospodářský vývoj na konci 90. let 20. století a na počátku 21. století byl ve znamení mírného oslabení růstu, které je především důsledkem celosvětového zpomalení. Růst tchajwanské ekonomiky byl v tomto období o něco pomalejší než předchozí průměrný růst 8 %, přičemž současně došlo k mírnému nárůstu míry nezaměstnanosti. I když Tchaj-wan zaznamenával po dlouhou řadu let stabilní růst HDP, plnou zaměstnanost

---

<sup>41</sup> oficiální název zní Čínská republika

a nízkou míru inflace, kombinace nepříznivých faktorů v podobě globálního zpomalení, oslabení finančního sektoru a poklesu sentimentu mezi spotřebiteli a podnikateli vedl v roce 2001 k poklesu reálného růstu o 2,2 %, což byl vůbec první hospodářský pokles Tchaj-wanu od roku 1952. Tabulka 2.12 přináší přehled o růstu reálného produktu, nezaměstnanosti a deflátoru HDP v letech 1997 až 2004.

Tab. 2.12 – Reálný produkt, nezaměstnanost a deflátor HDP (1997 – 2004)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>HDP</b>	6,4	4,3	5,3	5,8	-2,2	3,9	3,3	5,7
<b>nezaměstnanost</b>	2,7	2,7	2,9	3,0	4,6	5,2	5,0	4,4
<b>deflátor HDP</b>	1,7	2,7	-1,4	-1,7	0,5	-0,9	-2,1	-1,9

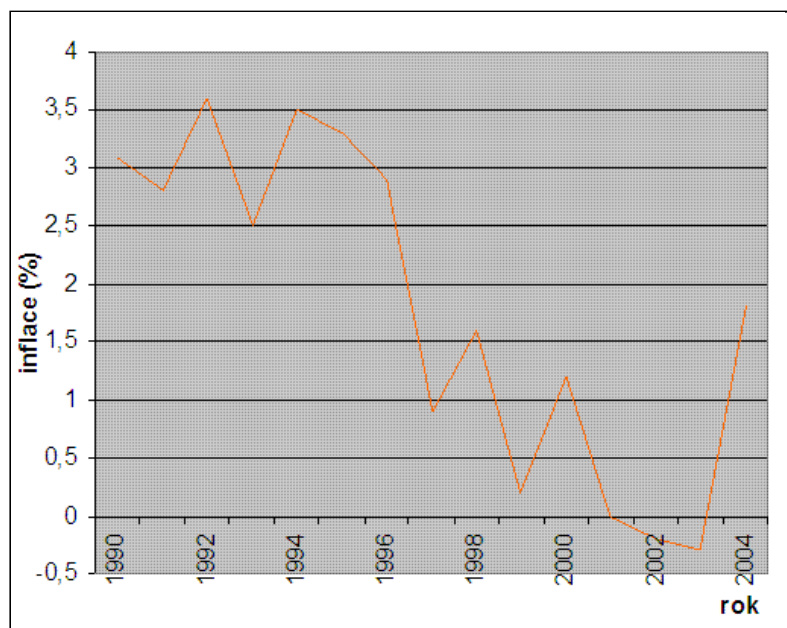
Zdroj: IMF - World Economic Outlook (September 2005), statistical appendix

Pozitivní vývoj reálného produktu svědčí o tom, že asijská krize neměla pro Tchaj-wan vážnější dopad. Tchaj-wan však nezůstal zcela izolován od vlivu asijské finanční krize, která se promítla v poklesu cen na akciových trzích a rovněž cen nemovitostí. Asijská krize také znamenala oslabení nového tchajwanského dolaru přibližně o 20 %, přičemž na takto oslabené úrovni zůstal tchajwanský dolar prakticky dodnes. Oslabení nového tchajwanského dolaru je však ve srovnání např. s thajským bahtem považováno za mírné. Dalším dopadem asijské krize je pokles cen nemovitostí a cen akcií, které měly za následek zvýšení poměru ohrožených úvěrů a staly se příčinou zhoršení finančních podmínek domácích bank.

Podobně jako řada dalších asijských ekonomik i Tchaj-wan se musel na přelomu 20. a 21. století potýkat s poklesem cenové hladiny. Tabulka 2.11 přináší vedle růstu reálného produktu a míry nezaměstnanosti rovněž přehled vývoje deflátoru HDP. Ačkoliv deflátor HDP byl v předchozích několika desetiletí vždy kladný, v roce 1999 poprvé poklesl a vyjma roku 2001 zaznamenal pokles i ve všech následujících letech. Pokles všeobecné cenové hladiny byl zaznamenán i ve vývoji indexu spotřebitelských cen, který je zachycen v grafu 2.9.



Graf 2.9 – Vývoj hladiny spotřebitelských cen (1990 – 2004)



Zdroj: Central Bank of China

Z pohledu indexu spotřebitelských cen vykazovala cenová hladina na Tchaj-wanu během 90. let stabilní vývoj, kdy inflace nebyla vyšší než 3,5 % a její trend byl postupně klesající. V roce 2000 zaznamenala cenová hladina nulový vývoj a v letech 2001 a 2002 sklouzla do negativního teritoria při meziročním poklesu o 0,2 %, resp. 0,3 %. Svým rozsahem a délkou trvání se tedy jedná o velice mírný pokles cenové hladiny.

Ya-Hwei Yang a Jia-Dong Shea (2004) analyzují determinanty vývoje indexu spotřebitelských cen a deflátoru HDP. Podle nich je hlavním faktorem stojícím za poklesem CPI pokles cen služeb. Hlavní dopad do cen služeb měly především úroveň mezd a cena pronájmu. Mzdy sice podle jejich analýzy zaznamenaly ve svém oscilačním vývoji krátkodobý pokles, hlavní podíl na poklesu cen služeb však měly ceny pronájmu, které v letech 2002 a 2003 klesly přibližně o 1 %. Za jejich poklesem stála slabší domácí poptávka a nižší poptávka po bytových a administrativních prostorech, ve které se projevil trend přemísťování investic z Tchaj-wanu do Číny. Slabší domácí poptávka byla vedle toho ovlivněna výrazným propadem tchajwanského akciového trhu v roce 2000, za kterým stálo prasknutí bubliny internetových a technologických akcií. Mezi lety 2000 a 2001 klesla tchajwanská burza cenných papírů o 40 %. Tchajwanské domácnosti drží velkou část svých finančních aktiv v cenných papírech, a tak majetkový efekt sehrál svou roli ve slabší domácí poptávce.

Podíváme-li se na vývoj deflátoru HDP, pak v případě Tchaj-wanu zjistíme, že deflátor HDP zaznamenal časově delší období záporného vývoje než tomu bylo u indexu spotřebitelských cen, kde pokles cenové hladiny byl navíc jen velice mírný. Vývoj deflátoru HDP bývá obecně většinou variabilnější a s výraznějšími pohyby než je tomu u vývoje indexu spotřebitelských cen, přesto tato divergence je poměrně zajímavým jevem. Ya-Hwei Yang a Jia-Dong Shea (2004) dávají vývoj deflátoru do souvislosti s poklesem

vládních výdajů, které kontinuálně klesaly mezi lety 1999 a 2003, poklesem světových cen a zvýšením technologické úrovně, která vedla ke snížení nákladů na jednotku produkce práce.

### 2.2.3.6 Singapur

Singapur je vedle Hongkongu či Makaa další asijskou městskou ekonomikou, která je charakterizována jako malá otevřená ekonomika s velkým významem navzdory své malé rozloze. Od získání nezávislosti v roce 1965 byla v Singapuru prosazována politika zaměřená hlavně na obchod a zahraniční investice při celkové orientaci na export. Singapurská strategie se ukázala jako úspěšná. Od roku 1960 do roku 2000 zaznamenala průměrný růst reálného produktu ve výši 8,0 %. V roce 1997 byl Singapur zasažen asijskou finanční krizí, která znamenala depreciaci singapurského dolaru přibližně o 20 %. V následujícím roce došlo k poklesu ekonomiky o 0,8 % a nárůstu míry nezaměstnanosti. Singapur se z asijské krize poměrně rychle zotavil a již v roce 2000 dosáhl růstu reálného produktu na úrovni 9,6 %. Se zpomalením hospodářství Spojených států, Japonska a Evropské unie vykázala singapurská ekonomika v roce 2001 pokles o 1,9 % a další růst míry nezaměstnanosti. Obrat nastal již v roce 2002 při růstu ekonomiky o 3,2 %, ale v následujícím roce došlo opět ke zpomalení růstu reálného produktu na úrovni 1,4 % především v souvislosti s hrozbou akutního respiračního syndromu (SARS) z první poloviny roku 2003. S oživením světové poptávky po elektronice a oživením ekonomik hlavních obchodních partnerů ve Spojených státech, EU, Číně a Japonsku došlo také k růstu singapurského produktu o 8,4 %. Výroba a služby jsou hlavními motory singapurské ekonomiky, přičemž na produktu roku 2004 se podílely z 27 %, resp. 62 %. Nejvýznamnější oblastí výroby je samozřejmě odvětví elektroniky. Tabulka 2.13 přináší souhrnný přehled o vývoji reálného produktu, nezaměstnanosti a deflátoru HDP.

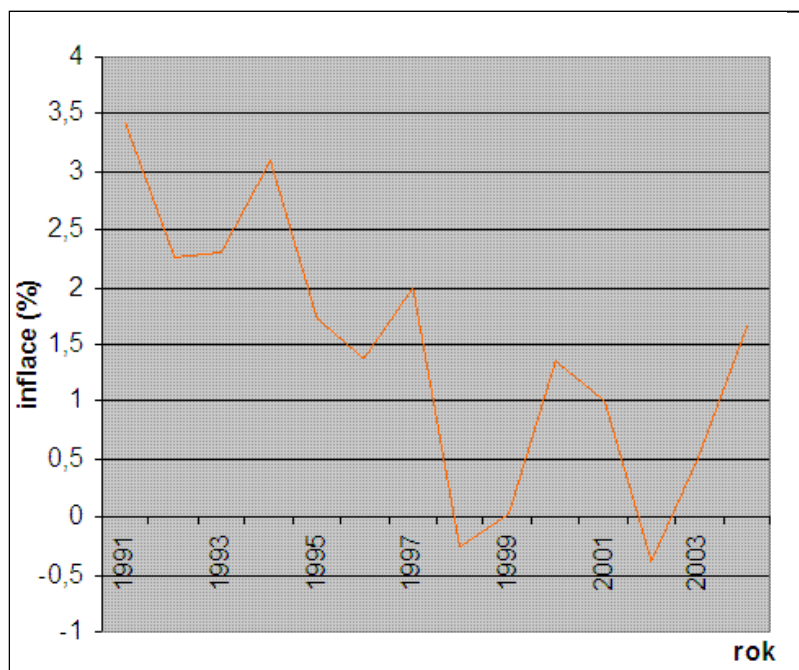
Tab. 2.13 – Reálný produkt, nezaměstnanost a deflátor HDP (1997 – 2004)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>HDP</b>	8,6	-0,8	6,8	9,6	-1,9	3,2	1,4	8,4
<b>nezaměstnanost</b>	1,8	3,2	3,5	3,1	3,3	4,4	4,7	4,0
<b>deflátor HDP</b>	0,4	-2,3	-4,6	4,1	-1,7	-0,4	0,4	3,5

Zdroj: IMF - World Economic Outlook (September 2005), statistical appendix

Pokud se zaměříme na vývoj všeobecné cenové hladiny měřené přes deflátor HDP, pak zjišťujeme, že deflátor se vyvíjel v záporných hodnotách od roku 1998 do roku 2002, vyjma oživení v roce 2000. Tento vývoj není překvapením a je podobný jako již u dříve zmíněných ekonomik. Podíváme-li se na vývoj všeobecné cenové hladiny měřené přes index spotřebitelských cen zachycený v grafu 2.10, nacházíme obrázek, který se rovněž nevyjímá očekávání.

Graf 2.10 – Vývoj hladiny spotřebitelských cen (1991 – 2004)



Zdroj: International Financial Statistics

Index spotřebitelských cen zaznamenal celkem dvě epizody poklesu cen. Poprvé došlo k poklesu CPI v červnu 1998 a tento pokles trval až do dubna 1999. Celkový meziroční pokles za rok 1998 činil 0,3 %. Podruhé se CPI ocitl v negativním teritoriu v listopadu 2001, přičemž záporné hodnoty vykazoval dál v průběhu následujícího roku konče říjnem 2002. Rok 2002 skončil s meziročním vývojem indexu spotřebitelských cen při poklesu o 0,4 %.

Při analýze vlivu jednotlivých komponent CPI na výsledný cenový pohyb je užitečné podívat se rovněž na vývoj indexu importních cen, neboť Singapur je malou otevřenou ekonomikou a její otevřenost přináší vyšší vliv exogenních faktorů na domácí cenovou hladinu. V tabulce 2.14 je zachycen vývoj indexu importních cen mezi lety 1996 a 2004.

Tab. 2.14 – Index cen importů (1996 – 2004)

( r. 2000 = 100)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Cena importů</b>	114,2	106,8	93,0	93,3	100,0	96,5	95,9	98,9	103,6

Zdroj: International Financial Statistics

Vývoj indexu cen importů ukazuje velice rychlý a hluboký propad mezi lety 1996 a 1998, který představoval celkový pokles ve výši 21 procentní bod. Po krátkém vzestupu cen importů následoval druhý, méně prudký, pokles mezi lety 2000 a 2002. Srovnáme-li vývoj indexu spotřebitelských cen a indexu importů, pak shledáme, že míra korelace je mezi oběma indexy velmi vysoká. Oba indexy dosahují svých minim shodně v letech 1998 a 2002. Pokles cen hrál především roli v případě potravin, které tvoří pochopitelně velké zastoupení mezi komponentami CPI. Potraviny jsou z velké části do Singapuru importovány, neboť Singapur není pro svou malou rozlohu v této položce soběstačný.

Kromě potravin se do vývoje CPI promítl podle analýz Monetary Authority of Singapore i silný propad marží u dovozců aut.

### **3 Japonsko**

#### **3.1 Ekonomická situace Japonska v letech 1985 - 2005**

Úspěch Japonska po skončení 2. světové války byl postaven na rozvoji domácího hospodářství a podpoře exportu. Tato politika byla dále úspěšně prosazována i během 80. let, přičemž export byl vládou podporován hlavně do nově industrializovaných a dynamicky se vyvíjejících asijských ekonomik. Vedle podpory exportu byl ovšem uplatňován současně také přísný protekcionismus, který zabraňoval vyšším dovozům. To vedlo k dlouhodobě přebytkové obchodní a také platební bilanci, přičemž tato situace přetrvává až do současnosti. Na celkové změně tohoto trendu se nepodepsala ani částečná liberalizace zahraničního obchodu ve druhé polovině 80. let či velice nízké úrokové míry v tomto období ve srovnání s ostatními rozvinutými tržními ekonomikami. Ty byly přibližně o 4 procentní body menší v porovnání s úrokovými mírami Federálního rezervního systému. Docházelo sice k odlivu kapitálu do zahraničí (hlavně do USA) a Japonsko se tak stalo největším světovým věřitelem, ale ani tento odliv nedokázal vyrovnat obrovské přebytky obchodní bilance. Dlouhodobě kladné saldo mělo několik implikací – docházelo k dlouhodobému růstu devizových rezerv Bank of Japan a k masivní apreciaci měnového kurzu k americkému dolaru. Kurz aprecioval z úrovně 260 JPY/USD, na které se nacházel v únoru 1985 až na 150 JPY/USD v září 1986. Apreciace pokračovala i v dalších letech, i když již ne tak rychlým tempem. V dubnu 1988 kulminoval japonský jen k americkému dolaru na úrovni 125 JPY/USD. Tato apreciacie měla za následek růst importů, ovšem ne v takové míře, která by jinak odpovídala liberálnějšímu prostředí.

I přes výrazné posilování jenu k americkému dolaru došlo v tomto období k růstu HDP průměrně okolo 4 % ročně. Založen byl hlavně na vysoké úrovni exportu a vysokých domácích investicích, což bylo umožněno vysokou mírou úspor. Z hlediska historického vývoje byl vývoj HDP ve vybraných sektorech následující (viz. Tab. č. 3.1):

Tab. 3.1 – Dynamika růstu HDP v jednotlivých sektorech

	<b>GDP</b>	<b>Zemědělství</b>	<b>Průmysl</b>	<b>Služby</b>
<b>65 - 80</b>	6,6	0,8	7,4	6,7
<b>80 - 89</b>	4,0	0,8	5,2	3,2

Zdroj: OECD Economic Survey, Japan, 1998

Pro srovnání byla uvedena i struktura v letech 1965 – 1980. Z tabulky můžeme vysledovat, že hlavním tahounem růstu nejsou služby, jak je tomu u většiny rozvinutých tržních ekonomik, nýbrž to byl průmysl, konkrétně průmysl zpracovatelský. Díky

příznivému ekonomickému vývoji a politice plné zaměstnanosti se nezaměstnanost pohybovala v 80. letech mezi 2 – 3 %.

V 80. letech byla také uměle udržována vysoká cenová hladina, která poté v polovině devadesátých let přispěla svým dílem k deflačnímu vývoji. Příčinou vysoké cenové hladiny byly již výše několikrát zmíněné potlačované importy, které znamenaly ochranu domácího neefektivního průmyslu, který prodával své výrobky za mnohem vyšší ceny než byla cenová úroveň výrobků zahraničních konkurentů. Další příčinou byly také dlouhodobě vysoké spotřební daně, které zvedaly konečnou cenu zboží.

Vysoké spotřební daně zvyšovaly nejen úroveň cenové hladiny, ale působily také jako destimulující faktor na úroveň spotřeby, a tím pádem podporovaly vyšší míru úspor. Míra úspor vzrostla ze 31 % v roce 1980 na úroveň 34 % v roce 1990. Takto vysoké úspory značně převyšovaly úroveň domácích investic. Vzniklá nerovnováha působila směrem k velmi nízké úrovni úrokových sazeb, která byla dále uměle snižována centrální bankou. Tento stav měl několik důsledků. Lidé i podniky začali ukládat méně své volné prostředky do bank, které nabízely zanedbatelný úrok, a začali vyhledávat výnosnější příležitosti investování svých úspor. Část úspor, jak už bylo zmíněno, odtékala do zahraničí a to hlavně do USA, ale i do asijských zemí, do kterých začaly některé podniky přesouvat výrobu z důvodu levnější pracovní síly, a další část byla ukládána do vhodnějších investičních příležitostí v domácí ekonomice. Tyto příležitosti byly v zásadě dvě:

- kapitálový trh – japonská vláda věnovala značnou pozornost rozvoji kapitálového trhu za účelem zvýšení jeho důležitosti. Vyšší důvěra v kapitálový trh vedla k houfnému ukládání volných prostředků drobných investorů do akcií japonských podniků,
- trh reálných aktiv – šlo především o trh nemovitostí, kam podobně jako v případě kapitálového trhu směřovaly značné prostředky drobných investorů i institucionálních investorů.

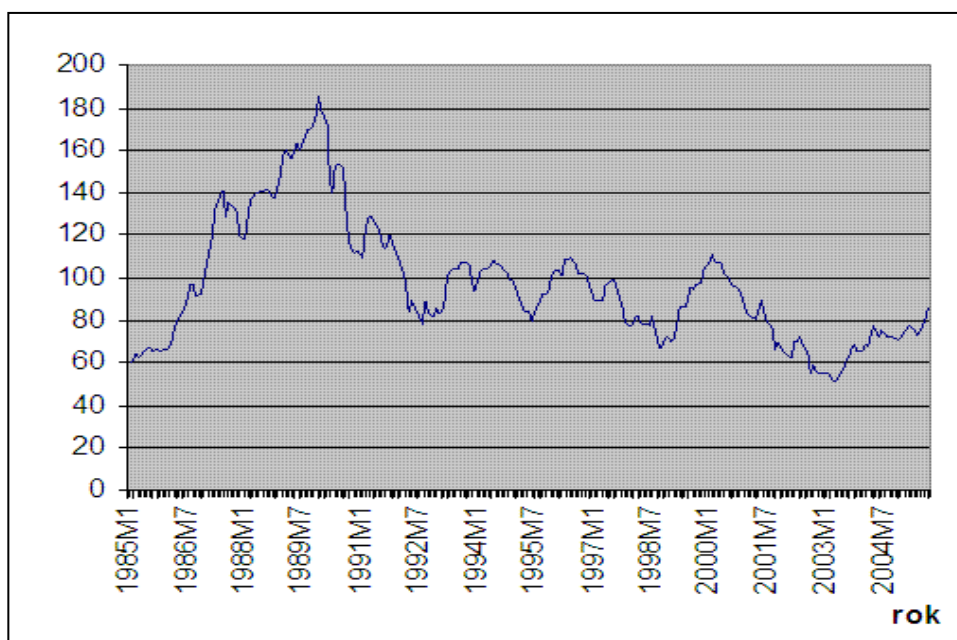
Vysoká poptávka po akciích a nemovitostech způsobila výrazný spekulativní nárůst jejich cen. Za situace nepřetržitého růstu cen akcií se pro velké japonské podniky stalo výhodnějším financovat své aktivity pomocí emise akcií než do té doby obvyklým způsobem bankovního úvěrování. V důsledku toho banky začaly hledat nové ziskové příležitosti, kterým se ukázal být sektor menších podniků a domácností. V případě domácností byly relativně nízké úrokové sazby klíčovým faktorem pro poskytování spotřebních úvěrů. Domácnosti však využívaly prostředky ze spotřebních úvěrů většinou na nákup aktiv na kapitálovém trhu či na trhu reálných aktiv, což posilovalo další jejich růst. V tomto období došlo v japonské ekonomice k zajímavé situaci. Inflace dosahovala velmi nízkých úrovní (z pohledu indexu CPI byla inflace v letech 1986 – 1988 pod 1 %), zatímco ceny aktiv se v krátkém čase zdvojn- až ztrojnásobily. Takový vývoj je možné charakterizovat jako inflaci aktiv.

Strmý růst cen aktiv se stal trnem v oku centrálním bankéřům, což vedlo nakonec k přehodnocení a zpřísnění měnové politiky v květnu 1989. Došlo ke zvýšení diskontní sazby z úrovně 2,5 %, kde setrvala nezměněna od roku 1987, na 3,25 %. Toto zvýšení sazeb a zpřísnění měnové politiky nezůstalo ojedinělým. V říjnu 1989 byla diskontní sazba zvýšena na 3,75 % a v prosinci 1989 na 4,25 %. I když došlo v roce 1989 ke zpřísnění měnové politiky, inflace vzrostla z úrovně 1 % na počátku roku 1989 na 3 % na jeho konci. Diskontní sazba byla proto dále zvyšována a v srpnu 1990 dosáhla úrovně 6 %.

Vzrůst úrokových sazeb způsobil omezení spekulace, neboť spekulativní nákupy na trhu aktiv financované úvěrem byly prodraženy vlivem vyšších úroků. Uzavírání pozic vedlo k poklesu akciových indexů, což podnítilo investory k překotnému zbavování se akcií. Podobný vývoj prodělával i trh nemovitostí, čímž jejich ceny začaly výrazně klesat. Splasknutí cenové bubliny však mělo významné konsekvence pro další hospodářský vývoj Japonska nejen po celá 90. léta 20. století, ale vzniklé problémy se nepodařilo zcela uspokojivě vyřešit ještě ani v polovině 1. desetiletí 21. století.

Akciový index Nikkei 225 dosáhl svého vrcholu na úrovni 39 000 na konci roku 1989, což představovalo téměř 6-tinásobek úrovně z roku 1980. Na počátku roku 1990 se však vývoj tohoto indexu obrátil prudce směrem dolů a do konce roku 1990 spadl o jednu třetinu. Pokles indexu pokračoval i v následujícím období a v létě 1992 ztrácel index Nikkei 225 proti svému vrcholu celkem 60 %. Vývoj indexu Nikkei 225 zachycuje graf č. 3.1.

Graf 3.1 – Index Nikkei 225 (1985 – 2005, r. 2000 = 100)

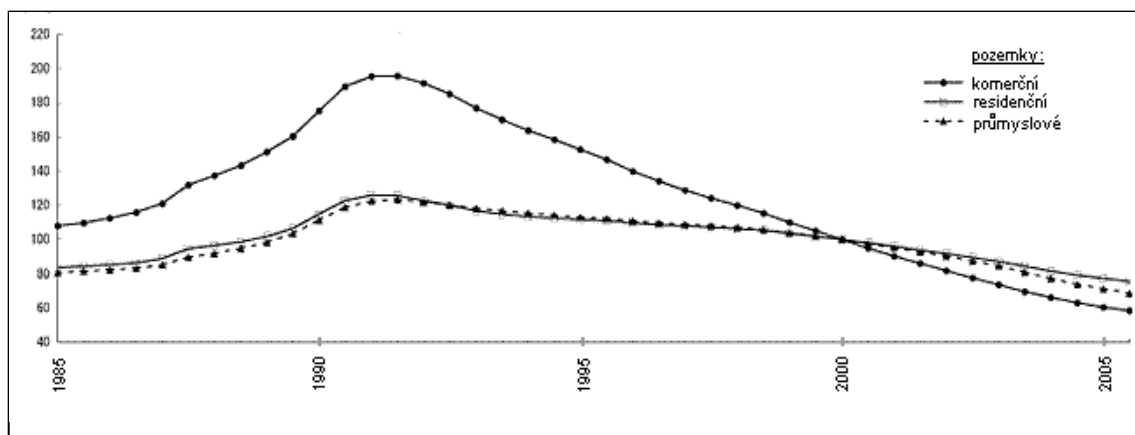


Zdroj: International Financial Statistics

Vývoj na trhu nemovitostí a pozemků byl vývoji na trhu akcií značně podobný s tím rozdílem, že pokles cen na tomto trhu se uskutečnil až v roce 1991. Vzestup na trhu nemovitostí byl podobně dynamický jako v případě akciového trhu. Vrchol z roku 1991

představoval více než 4-násobek úrovně z roku 1980. Graf 3.2 ukazuje vývoj cen komerčních, residenčních a průmyslových pozemků v celém Japonsku.

Graf 3.2 – Urban Land Price Index (1985 – 2005, r. 2000 = 100)



Zdroj: Japan Real Estate Institute

Z vývoje indexu cen pozemků je velice dobře patrný sestupný trend, který od svého vrcholu v roce 1991 přetrval až do dnešních dní. V průměru poklesla hodnota pozemků v Japonsku proti vrcholu v roce 1991 o  $\frac{3}{4}$ . Největší pokles zaznamenaly komerční pozemky, které klesly o 86,8 %, pak následovaly průmyslové pozemky s poklesem o 71 % a residenční pozemky klesly celkem o 66,4 %. Sestupný trend je patrný i u vývoje akciového indexu Nikkei 225, který však více podléhá oscilačním výkyvům než je tomu u indexu cen pozemků. Aktuálně zažívá akciový trh v Japonsku oživení v podobě nepřetržitého růstu. Tento růst začal na počátku roku 2003, kdy se index odrazil od svého nejhlubšího dna, avšak i přes tento růstový trend je Nikkei 225 proti svému vrcholu stále o celých 55 % níže (v polovině dubna 2006 dosahovala hodnota Nikkei 225 úrovně 17 500 bodů).

Je třeba říci, že z počátku pokles cen na trhu aktiv nebyl vnímán nijak dramaticky a pokles cen nemovitostí a pronájmů bydlení byl určitým ulehčením, neboť ceny bydlení se dostaly na úroveň neúnosnou pro většinu domácností. I přes prasknutí cenové bubliny nebyl pozorován žádný signifikantní pokles ve spotřebě či v investicích během roku 1991 a růst hospodářství se v letech 1990 a 1991 udržoval na solidních 5,2 %, resp. 3,4 %. Ke zpomalení japonské ekonomiky došlo až od roku 1992, avšak i přes prakticky nulový růst v roce 1993 bylo na tom Japonsko po ekonomické stránce lépe než řada ostatních rozvinutých tržních ekonomik, z nichž většina zaznamenala v roce 1993 dokonce absolutní pokles. Ovšem od roku 1994 už Japonsko zaznamenává slabší tempa růstu v porovnání s většinou ostatních vyspělých ekonomik. Přehled vývoje růstu reálného HDP v Japonsku od roku 1990 uvádí tabulka 3.2. V tabulce 3.3 je uveden za stejné období přehled mezery produktu jako odchylka skutečného HDP od potenciálního HDP.

Tab. 3.2 – Vývoj růstu reálného HDP v Japonsku (1990 – 2005)

HDP	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
	5,2	3,4	1,0	0,2	1,1	1,9	3,4	1,9
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	-1,1	0,1	2,9	0,4	-0,5	2,5	2,7	2,0*

Zdroj: Statistics Bureau of Japan

\* odhad IMF - World Economic Outlook (September 2005), statistical appendix

Tab. 3.3 – Odchylnka skutečného HDP od potenciálního HDP jako procento potenciálního HDP (1990 – 2005)

Potenciální HDP	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
	3,1	2,7	0,8	-0,8	-1,3	-1,6	0,5	1,3
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	-1,0	-1,5	-0,4	-1,3	-2,6	-2,3	-0,9	-1,3*

Zdroj: OECD, IMF World Economic Outlook and EconStats

\* odhad IMF World Economic Outlook and EconStats

Japonská vláda podnikla řadu opatření ke zvrácení nepříznivého trendu vývoje ekonomiky, ovšem bez výrazného úspěchu. V roce 1996 došlo sice k oživení ekonomiky a již se zdálo, že Japonsko je z nejhoršího venku, ale v roce 1997 došlo k opětovnému zpomalení především díky propuknutí asijské finanční krize, jejíž vliv společně s vlivem bankovní krize z podzimu 1997 se plně projevil v následujícím roce, kdy došlo k poklesu ekonomiky o 1,1 %. Tento pokles znamenal vůbec první propad HDP od roku 1976. Hospodářský produkt se v následujících letech nevyvíjel nijak přesvědčivě (vyjma roku 2000, který zaznamenal poměrně solidní růst) a teprve od roku 2003 se zdá, že se japonská ekonomika dostala k dlouhodobějšímu oživení.

Hospodářská recese v Japonsku měla za následek postupně rostoucí počet nezaměstnaných, přičemž o práci se musely začít obávat především starší ročníky. V Japonsku, ve kterém byla dlouho velice nízká míra nezaměstnanosti a ve kterém byl po generace zakotven princip celoživotního zaměstnání a zvláště princip seniority, to byla zcela nová, palčivá zkušenost. Tabulka 3.4 přináší přehled o zvyšující se míře nezaměstnanosti, která v roce 2002 dosáhla téměř 2,5-násobku úrovně, než jaká byla na počátku 90. let.



Tab. 3.4 – Vývoj míry nezaměstnanosti (1990 – 2005)

Míra nezaměst.	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
	2,1	2,1	2,2	2,5	2,9	3,1	3,4	3,4
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	4,1	4,7	4,7	5,0	5,4	5,3	4,7	4,6*

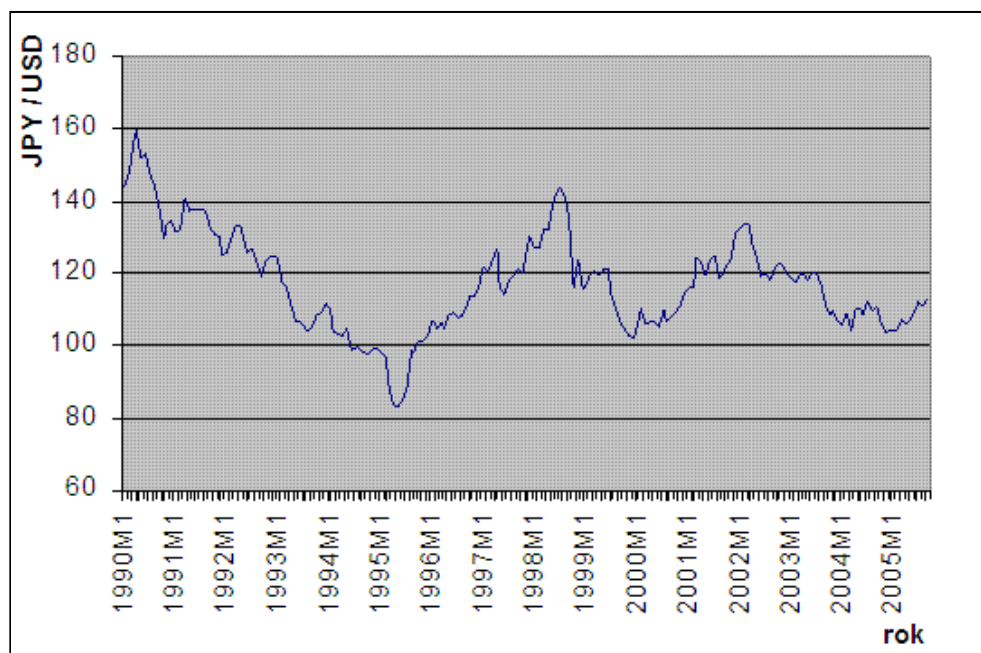
Zdroj: International Financial Statistics

\* údaj Statistics Bureau of Japan, listopad 2005

Princip plné zaměstnanosti měl v Japonsku silné postavení. Bylo obvyklé, že lidé měli za období dlouhého hospodářského růstu kromě svého prvního povolání ještě povolání druhé nebo pracovali alespoň ve značné míře přesčas. Tohoto zvyku se lidé museli v devadesátých letech vzdát, což byl záměr vládní politiky boje proti zvyšující se nezaměstnanosti. Nárůstu nezaměstnanosti se vláda snažila bránit rovněž umělým vytvářením pracovních míst, a to buď formou veřejných prací nebo podporou podniků za účelem udržení stejného počtu zaměstnanců.

V souvislosti s hrubým domácím produktem je dobré zmínit také vývoj vnějších vztahů, který se odráží v pohybech měnového kurzu. Přebytky platební bilance znamenají příliv devizových rezerv, jejichž výše v roce 1995 dosahovala 220 mld. USD a na konci roku 2004 již 824 mld. USD. Poptávka po japonském exportu a z toho odvozené přebytky obchodní bilance vedly k další apreciaci japonského jenu vůči americkému dolaru. Graf 3.3 zachycuje vývoj japonského jenu k americkému dolaru v období mezi roky 1990 a 2005.

Graf 3.3 – Vývoj JPY/USD (1990 – 2005)



Zdroj: International Financial Statistics

Apresiasi jenu probíhala v podstatě celou první polovinu 90. let a to i přes oslabující ekonomiku. V roce 1995 došlo krátkodobě ke zhodnocení japonského jenu až na úroveň 83 JPY/USD. Je zajímavé, že při takto vysoké apreciaci nebyl zaznamenán vyšší nárůst importů. Touto příčinou byla zřejmě chabá domácí agregátní poptávka. 2. polovina 90. let byla pro jen ve znamení přesně opačných tendencí. S poklesem hospodářské výkonnosti došlo k postupné depreciaci, která podpořila oživení v roce 1996. V důsledku špatné situace japonského hospodářství a poklesu produktu o 1,1 % v roce 1998 se kurz japonského jenu vůči americkému dolaru propadl až k úrovni 140 JPY/USD. Do roku 2000 však došlo k pozitivní korekci předešlého oslabení a od roku 2000 se japonský jen po dřívějších výrazných pohybech usadil na pravděpodobně novém bodu rovnováhy u hodnot kolem 120 JPY/USD.

Po prasknutí cenové bubliny byla výrazně oslabena domácí poptávka, která se podílela na snížení tempa růstu produktu. Vláda na tento vývoj reagovala tak, že se pokoušela do ekonomiky napumpovat co nejvíce peněz, což byla politika fiskální expanze. Ze začátku to nebyl velký problém, protože v Japonsku byly vždy tradičně malé vládní výdaje, což mimo jiné vedlo k tomu, že se Japonsko stalo největším věřitelem na světě. Mezi roky 1991 a 1994 bylo vypracováno několik vládních programů zaměřených na stimulaci agregátní poptávky. Většinou byly směřovány do oblasti veřejných prací a na podporu velice problémového bankovního sektoru (problémům bankovního sektoru je věnována následující kapitola). Tyto programy logicky vedly k velkým deficitům státního rozpočtu a celé rozpočtové soustavy. Konkrétně deficit rozpočtové soustavy dosáhl v roce 1996 neuvěřitelných 7 % HDP a státní dluh vzrostl na 86 % HDP, což přispělo dokonce k nárůstu čistého dluhu na výši 14 % HDP. Na tento vývoj vláda reagovala stabilizací státních financí. Zvýšila nepřímé daně a naopak snížila úlevy na daních z příjmu. Podle pozitivních výsledků roku 1996 totiž očekávala další růst. Dále také došlo ke snížení rozsahu státních investic. Cílem této akce bylo zredukovat deficit veřejných rozpočtů do roku 2003 na úroveň 3 % HDP. Z pozice ex post hodnocení se však tento krok vládě nevyplatil. Nadějný růst roku 1996 byl tažen hlavně firemními investicemi, růstem exportu a konečně také růstem vládních výdajů. Investice rostly hlavně díky zmírnění monetární politiky, kdy centrální banka po skoku diskontní sazby na 6 % v roce 1990 ji postupně snižovala až na úroveň 0,8 % v roce 1996. Firmy ovšem zareagovaly na tento razantní krok vlády tím, že v roce 1997 výrazně omezily jejich investice zřejmě jako reakce na zvýšení spotřebních daní, což vneslo do ekonomiky prvek nejistoty. Důsledkem byl pokles tempa růstu HDP v roce 1997, na který vláda reagovala opětovným zvýšením vládních výdajů v březnu roku 1998, a to v hodnotě přibližně 120 miliard USD a přijetím dodatečného rozpočtu pro rok 1998 jako reakce na katastrofální vývoj ekonomiky v tomto roce. Pokračující fiskální expanze znamenala růst veřejného dluhu až na úroveň 160 % HDP.

Pokles hospodářského výkonu a pokles cen na trhu akcií a nemovitostí nebyly jedinými negativními poklesy, kterým bylo Japonsko vystaveno. K poklesu cen aktiv se přidal ještě pokles cenové hladiny, což vyvolalo obavy z možné deflační spirály a paralely

s vývojem ve 30. letech 20. století. Všeobecná cenová hladina měřená pomocí deflátoru HDP je zachycena v tabulce 3.5.

Tab. 3.5 – Vývoj deflátoru HDP (1990 – 2005)

Deflátor	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
	2,1	3	1,7	0,6	0,1	-0,5	-1	0,4
HDP	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	-0,2	-1,3	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-1,2	-1,2*

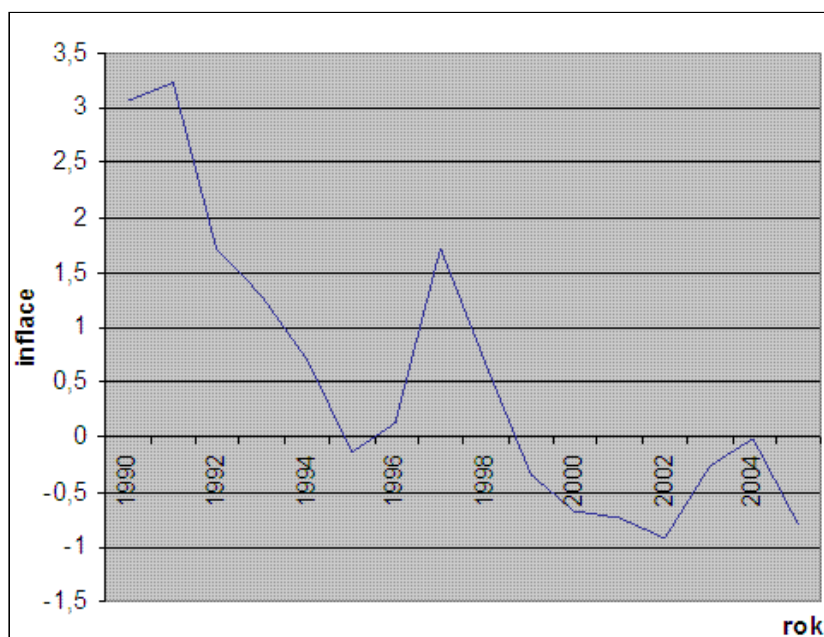
Zdroj: Statistics Bureau of Japan

IMF - World Economic Outlook (September 2005), statistical appendix

\* odhad IMF - World Economic Outlook (September 2005), statistical appendix

Z předchozí tabulky je patrné, že deflátor HDP se s prvními problémy a zpomalením ekonomiky přiblížil rychle nulovému vývoji a od roku 1995 docházelo k jeho neustálému poklesu (vyjma roku 1997, kdy po krátkém oživení v roce 1996 zaznamenal deflátor růst ve výši 0,4 %). K podobnému vývoji došlo i v případě indexu spotřebitelských cen, jak je zachyceno v následujícím grafu:

Graf 3.4 – Vývoj hladiny spotřebitelských cen (1990 – 2005)



Zdroj: International Financial Statistics

Graf vývoje všeobecné hladiny spotřebitelských cen signalizuje podobný vývoj jako v případě deflátoru HDP. CPI klesl také v roce 1995 do negativního teritoria, ale v roce 1996 se oproti deflátoru vrátil opět do kladných hodnot. K deflačnímu vývoji se CPI vrátil opět v červenci 1998, přičemž k jeho kulminaci došlo v roce 2002. Únor 2002 představoval největší meziroční pokles cenové hladiny o 1,6 %. I když Japonsko se potýkalo s deflací prakticky do konce roku 2005, nejde ve srovnání např. s 30. lety minulého století o nijak velký pokles. Abychom nechodili pro srovnání příliš daleko do historie, tak např. kumulovaný pokles cenové hladiny v Japonsku v celkové výši 4 procentní body je stále

poměrně nízký oproti 16 procentním bodům v případě Hongkongu ve stejném období (viz. kap. 2.2.3.3). Meziroční změna cenové hladiny v Japonsku se pohybuje do 1 % a navíc poslední 3 roky ukazovaly klesající trend v míře deflace, což dávalo naději na blížící se překonání deflačního vývoje a návratu k normálnímu cenovému vývoji. Výsledky vývoje indexu spotřebitelských cen z přelomu roku 2005 a 2006 toto očekávání potvrdily a index spotřebitelských cen se dostal po dlouhé době do pozitivního teritoria.

### **3.2 Bankovní sektor a problematika klasifikovaných úvěrů**

Hospodářské potíže Japonska, které se datují k počátku 90. let, měly rovněž silný dopad na japonské banky, u kterých došlo k prudkému zhoršení bankovních bilancí. Kauzalita ve směru od špatného výkonu hospodářství k problémům bankovní soustavy zde však nebyla pouze jednosměrná, a tak problémy bankovní soustavy eskalovaly současně i pozdější slabý výkon japonského hospodářství.

Většina bankovních problémů vyplývala do značné míry z tehdejšího specifického postavení bank v japonském hospodářství. Řada společností byla izolována od problémů s krátkodobým financováním, neboť byly členy uskupení zvaných keiretsu, což byla uskupení spřízněných společností kolem hlavní banky. Členové keiretsu vlastnili významné balíky akcií jiných členů a toto křížové vlastnictví činilo management nezávislým na akcionářích stojících mimo uskupení. Hlavní banka uskupení vlastnila rovněž významné podíly jednotlivých členů skupiny. Výkon práv plynoucích z těchto majetkových účastí však byl mnohem aktivnější než jak tomu bylo zvykem u západních bank, kde se takový výkon omezuje maximálně na hlasování na valné hromadě a nezasahuje do běžného řízení. Hlavní banky keiretsu se totiž aktivně podílely na řízení ostatních členů skupiny a byly tak přímo zainteresovány na jejich hospodaření. Výhodou pro členy uskupení bylo podstatné zkrácení cesty k finančnímu úvěru, neboť hlavní banka jim vždy ochotně půjčila. Japonské společnosti se proto nemusely příliš starat o cenu svých akcií ani o tržní důvěru, neboť samy se financovaly emisí akcií či bondů jen velice zřídka. Vazba hlavní banky uskupení keiretsu na ostatní členy uskupení se stala podstatnou při hospodářských potížích v 90. letech, neboť banky při potížích jednotlivých členů raději poskytly další úvěr, než aby nechaly padnout člena vlastního uskupení keiretsu. Problémem japonského bankovního modelu se tak stal morální hazard.

Ve 2. polovině 80. let došlo k finanční liberalizaci, která umožnila malým finančním institucím proniknout do oblastí financování výstavby domů či ostatních investic do nemovitostí. Šlo především o úvěrová družstva specializující se na bytové půjčky, tzv. jusen. Finanční liberalizace společně s další deregulací jako bylo např. uvolnění kontroly úrokových měr či restrikcí na nebankovní půjčování, zvýšilo konkurenci v bankovním odvětví. To přinutilo banky pustit se do mnohem rizikovějších oblastí a obchodů, kterými byly např. spotřební úvěry, úvěry na nemovitosti či financování malých a středních podniků, kde institucionální rámec dozoru a dohledu nebyl zcela adekvátní. K trendu růstu bankovních úvěrů došlo u podnikové klientely převážně v oblastech obchodu, nemovitostí,

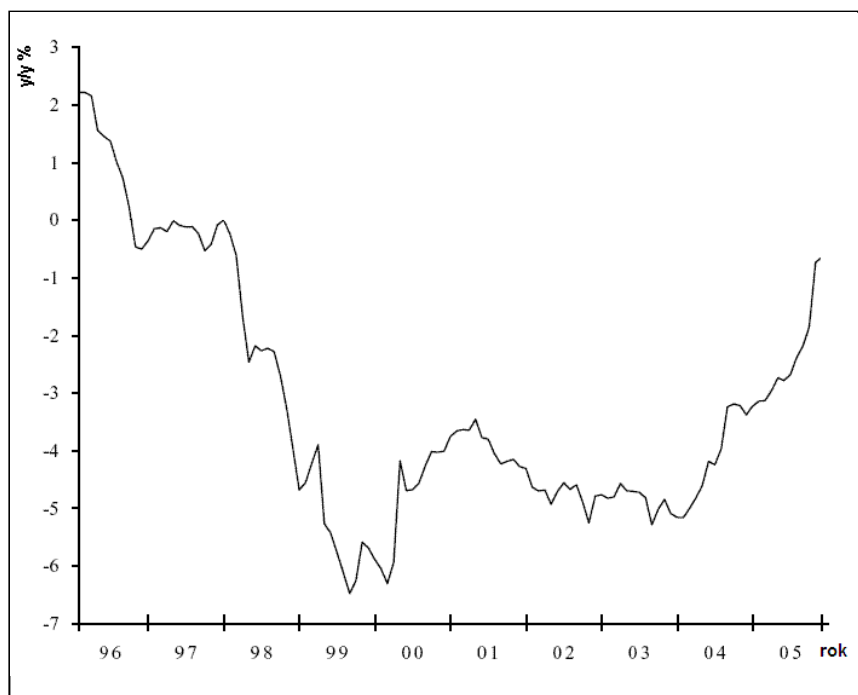
financí a pojišťovnictví a stavebnictví. Tyto úvěry byly většinou zajištěny zástavou nemovitostí, jejichž hodnota na konci 80. let prudce rostla. To sice umožnilo firmám získat lehce vyšší částky úvěrů, ale současně to znamenalo zvýšení expozice vůči riziku nepříznivého vývoje na trhu aktiv a z toho vyplývající zvýšené riziko možného požadavku na předčasné splacení úvěrů. Navíc bankovní úvěry často sloužily ke zvýšení páky při spekulativních nákupech na trhu aktiv, čímž se politika levných a snadno dostupných úvěrů podílela do značné míry na vzniku cenové bubliny. V případě retailového segmentu došlo v druhé polovině 80. let k zajímavé situaci. 23% disponibilního důchodu domácností tvořily spotřebitelské úvěry, což bylo dokonce více než v USA (20%), kde míra zadlužení domácností patří dlouhodobě k jedněm z nejvyšších.

Na počátku 90. let 20. století došlo k prasknutí cenové bubliny na akciovém trhu a trhu nemovitostí, což mělo zásadní dopad na bilance bank. V první řadě byla postižena jejich vlastní aktiva v podobě investic do cenných papírů. Podstatnější otřes se odehrál v případě bankovních úvěrů, které s poklesem cen nemovitostí ztratily podstatnou část svého zajištění. Oslabení hospodářství snížilo schopnost předlužených firem splácet své závazky, což znamenalo vzrůst klasifikovaných úvěrů v portfoliích bank. Vyšší míra klasifikovaných úvěrů znamenala vyšší požadavky na kapitál pro účely kapitálové přiměřenosti, na což banky reagovaly požadavkem předčasného splacení čerpaných úvěrů. Bilance bank se ocitly v tak špatném stavu, že v roce 1993 centrální banka, aby zabránila runu na banky, umožnila bankám nezveřejňovat jejich hospodářské výsledky.

Zhoršující se situace ve finančním sektoru postihla nejprve v polovině 90. let malé finanční instituce typu *jusen*, které se soustředily na financování bytové výstavby a propadem cen nemovitostí byly nejvíce postiženy, či malé regionální banky. Tyto finanční instituce se staly insolventními a následně byly nuceny vyhlásit bankrot. Rostoucí potíže bankovního sektoru v důsledku růstu klasifikovaných úvěrů se naplno projeví v roce 1997 a dotkly se bez rozdílu všech bank a řady obchodníků s cennými papíry. Bankrotu se nevyhly např. dva velcí obchodníci s cennými papíry – společnosti *Yamaichi Securities* a *Sanyo Securities*.

Špatná ekonomická situace bankovního sektoru měla pro japonské banky za následek zdražení přístupu k penězům na mezinárodních trzích v podobě tzv. „japonské prémie“, která byla specifickou rizikovou přírůzkou. Řada bank byla od dalšího půjčování na mezibankovním trhu zcela odříznuta, což často znamenalo buď vyhlášení bankrotu nebo spojení s jinou finanční institucí. Některé peněžní ústavy byly nuceny čelit také bankovním runům. Jednalo se však spíše o ojedinělé případy a i přes vážné potíže japonských bank nedošlo ze strany vkladatelů k hromadnému vybírání vkladů či odlivu vkladů do zahraničí. Rozsah bankovní krize let 1997 a 1998 dokumentují problémy největších bankovních domů. V roce 1998 byla nucena zavřít své pobočky *Hokkaido Takushoku Bank* (zdravá aktiva byla odkoupena *Hokuyo Bank*), vážnými problémy prošly *Long-Term Credit Bank* či *Nippon Credit Bank*. Rostoucí míra klasifikovaných úvěrů a vyšší nároky na kapitál pro splnění kapitálové přiměřenosti měly signifikantní dopad pro situaci na poli bankovních úvěrů. Graf 3.5 přináší přehled o meziročním vývoji v půjčování komerčními bankami.

Graf 3.5 – Meziroční změna objemu bankovních úvěrů poskytnutých komerčními bankami (1996 – 2005)



Zdroj: Bank of Japan

Z předchozího grafu je zřejmé, že během krize bankovní soustavy došlo k prudkému poklesu objemu bankovních úvěrů a nejhlubšího dna bylo dosaženo v roce 1999. V dalších letech pokračoval trend v poklesu objemu bankovních úvěrů s tím, že mezi lety 2001 a 2003 docházelo k dalšímu mírnému zhoršování (to se časově kryje s odhalováním nových klasifikovaných úvěrů inspekcemi dozorových orgánů probíhajícími přímo v bankách, viz. níže). Negativní vývoj míry růstu objemu bankovních úvěrů z posledních sedmi let svědčí o problému s poskytováním nových úvěrů a je možné jej interpretovat jako situaci zadření úvěrů – credit crunch. Interpretace vzniku credit crunchu však není zcela jednoznačně přijímána. Hayashi a Prescott (2002) se např. přiklánějí k názoru, že ke credit crunchi nedošlo, neboť malé i střední firmy byly schopny nalézt financování jinde než u bank. Nicméně možnost vzniku credit crunchu připouští pro období let 1997-1998.

Překonáním tíživých let 1997-1998 nebyly problémy bankovního systému zcela vyřešeny a v podobě klasifikovaných úvěrů byly palčivým problémem bank ještě v roce 2003. V portfoliích bank byly totiž dlouho ukryty úvěry, které nebyly klasifikovány jako ohrožené, ač by si to ve skutečnosti zasloužily. Částečně za to mohl blízký vztah bank a jejich klientů na základě modelu keiretsu, částečně to byl důsledek laxního a nerozhodného zásahu ze strany příslušných dozorových institucí, které začaly konat až se značným zpožděním.

Dozorové instituce se neměly ke skutečnému řešení v podstatě až do krize bankovní soustavy v letech 1997-1998. Do té doby panovalo zdráhání podniknout rozhodná opatření především z důvodu obavy vyvolání možné paniky. Místo toho se příslušné autority spoléhaly raději na víru v samovolné vyřešení problémů bank při oživení ekonomiky, což

by zlepšilo platební schopnost dlužníků. Oživení ekonomiky však nepřicházelo a ekonomika měla spíše tendenci k dalšímu oslabování. K podniknutí rozhodných kroků bohužel neexistovaly ani tlaky uvnitř ekonomiky. Japonská ekonomika stále disponovala vysokými úsporami, nízkou inflací, nízkou nezaměstnaností, velkou zásobou devizových rezerv, stabilním jmem i stabilním kapitálovým účtem platební bilance, což byla situace, která odrazovala od podniknutí razantních kroků k řešení problémů bankovní soustavy. Jistým ospravedlněním je také skutečnost, že nikdo neměl přesnou představu o skutečném rozsahu problémů klasifikovaných úvěrů bankovní soustavy. Kawai (2005) k tomu uvádí: „Kdyby byly podniknuty rozhodné kroky a byla uplatněna komplexní strategie do poloviny 90. let, nemuselo dojít ke krizi v letech 1997-1998, nebo při nejmenším její dopad mohl být zmírněn.“<sup>42</sup>

Stabilizace bankovní soustavy si vyžádala injektování rozsáhlých veřejných prostředků. Vůbec prvně byly veřejné fondy použity pro záchranu jusen v období 1995-1996, kdy jejich bilance byly vylepšeny částkou 680 mld. jenů. Šlo o politicky ne příliš populární krok, neboť se jednalo o veřejné připuštění toho, že finanční systém není v dobré kondici a není schopen své problémy vyřešit v rámci stávajícího institucionálního rámce. Japonská vláda nebyla ochotna řešit veškeré problémy finančního systému zásahem v podobě vložení dodatečných prostředků, což znamenalo zdráhání v použití dalších fondů pro řešení bankovních problémů. Tento postoj přetrvával až do krize v letech 1997-1998, který si vyžádal mnohem rozhodnější kroky. Na konci roku 1997 bylo oznámeno, že vláda vloží 30 biliónů jenů do systému pojištění vkladů na podporu vlastního systému pojištění vkladů a podporu bilancí bank. Na podporu kapitálové přiměřenosti bank byly věnovány v březnu 1998 a v březnu 1999 prostředky ve výši 1,7 biliónu jenů, resp. 7,5 biliónu jenů. K říjnu 1998 bylo věnováno na podporu bank celkem 60 biliónů jenů, což představuje 12 % HDP, z čehož velká část se týkala řešení situace okolo Long-Term Credit Bank a Nippon Credit Bank.

Kroky vlády se neomezily pouze na injektování hotovosti do finančního systému, nýbrž v roce 1998 došlo také k reformě v oblasti dozoru a dohledu, kdy byla ustavena Agentura pro finanční dohled (Financial Supervisory Agency) a Komise pro finanční rekonstrukci (Financial Reconstruction Commission). Tyto orgány měly velký význam pro zahájení skutečného řešení problémů bankovní soustavy. Pod jejich dozorem začalo docházet ke striktnější klasifikaci úvěrů, tvorbě vyšších rezerv na klasifikované úvěry, rychlejším odpisům nedobytných úvěrů apod. Adresnost řešení problémů klasifikovaných úvěrů se projevila ve zlepšené kapitálové přiměřenosti bank a vyšší stabilitě bankovního sektoru. Společně se snížením základních sazeb Bank of Japan téměř k nulovým hodnotám to znamenalo i podstatné zúžení japonské prémie v dubnu 1999 a zlepšení přístupu k úvěrům na mezinárodním mezibankovním trhu.

Ustanovení nových orgánů v oblasti dozoru a dohledu v souvislosti s bankovní krizí let 1997-1998 znamenalo první pokusy o hlubší pochopení rozsahu klasifikovaných úvěrů

---

<sup>42</sup> Kawai (2005), str. 11

v bilancích japonských bank, které byly způsobeny prasknutím cenové bubliny na trhu aktiv a problémy japonského hospodářství. V březnu 1998 zveřejnilo japonské Ministerstvo financí zprávu, že klasifikované úvěry dosahují výše 22 biliónů jenů. O rok později, v březnu 1999, zveřejnila již Agentura pro finanční dohled novou zprávu týkající se klasifikovaných úvěrů. V té se uvádí, že klasifikované úvěry dosahují výše 39 biliónů jenů, tedy téměř dvojnásobku stavu, který byl odhadován o rok dříve. Problémem obou odhadů bylo, že oba byly založeny pouze na vlastních odhadech příslušných bank. To nedávalo přílišnou jistotu toho, že všechny banky přistoupily k ohodnocení ohroženosti svých úvěrů stejně zodpovědně.

V období od října 2001 do března 2002 byla z iniciativy Agentury pro finanční služby<sup>43</sup> podniknuta inspekce, která se zaměřila přímo u bank na největší úvěrové klienty, jejichž tržní ukazatele v podobě např. ceny akcií či kreditního ratingu, zaznamenaly největší zhoršení. Výsledek nálezu inspekce byl alarmující, neboť plná čtvrtina úvěrových klientů, kteří byli klasifikováni jako bezproblémoví či vyžadující pouze malou pozornost, musela být na základě nálezů inspekce překlasifikována mezi nejvíce ohrožené úvěry. Na základě zvýšeného regulatorního tlaku přehodnotily banky úvěry ve svém portfoliu a klasifikované úvěry vzrostly v březnu 2002 na hodnotu 43,6 biliónu jenů, což bylo o plnou čtvrtinu více než ve stejném období o rok dříve. Vzhledem ke všem úvěrům v bankovním systému představovaly tyto klasifikované úvěry v březnu 2002 poměr 8,4 %. Inspekce Agentury pro finanční služby podnikla v roce 2003 ještě druhé kolo šetření v úvěrových portfoliích bank, které pokrývalo klienty z kola prvního rozšířené o některé další. Výsledkem bylo zvýšení klasifikovaných úvěrů o dalších 14,4 biliónu jenů. K říjnu 2004 se promítl pozitivní efekt předchozí očisty bankovních bilancí v celkovém snížení klasifikovaných úvěrů na úroveň 4,7 %.

Problematika klasifikovaných úvěrů se ukázala jako velice vážná. Banky sice vyčleňovaly klasifikované úvěry od počátku hospodářských problémů počínaje rokem 1993, ovšem pouze s velkou neochotou přiznat skutečný stav úvěrových závazků. Po krizi v letech 1997-1998 se míra růstu klasifikovaných úvěrů podstatně zrychlila. Kawai (2005) v této souvislosti uvádí, že k roku 2002 banky vyčlenily celkem úvěrů za 90 biliónů jenů, což představovalo 17 % HDP. Toto číslo asi nejlépe dokumentuje rozsah problémů klasifikovaných úvěrů, které z velké části vznikly na přelomu 80. a 90. let v důsledku nedostatečného přístupu k úvěrovému riziku ze strany japonských bank a poklesu cen na akciovém trhu a trhu nemovitostí.

---

<sup>43</sup> Převzala úlohu Agentury pro finanční dohled.



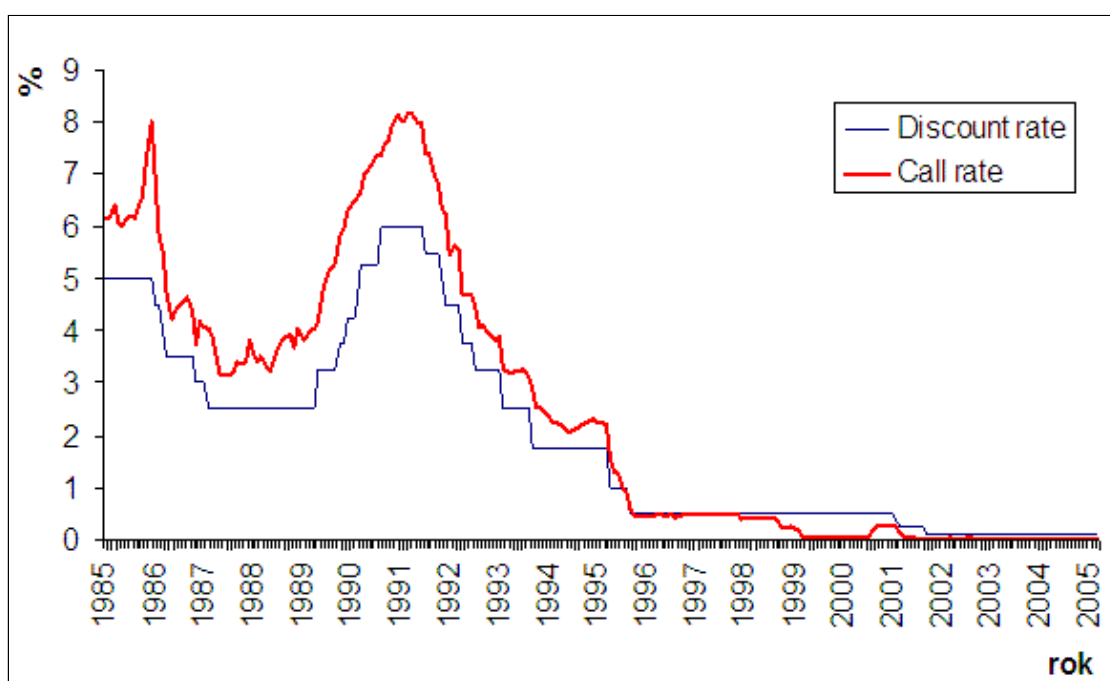
### 3.3 Měnová politika

Podívejme se nyní podrobně, jak měnová politika reagovala na situaci japonské ekonomiky počínaje obdobím před samotným prasknutím cenové bubliny.

V kapitole 3.1 jsem se měnovou politikou ve druhé polovině 80. let 20. století již zčásti zabýval. Nízká hodnota inflace v polovině 80. let dovolila Bank of Japan snížit diskontní sazbu mezi lety 1986 a 1987 z úrovně 5,0 % na hodnotu 2,5 %. Na této úrovni setrvala diskontní sazba po další 2 roky. V květnu 1989 však Bank of Japan přehodnotila měnovou politiku a zvýšila základní sazbu o 75 bazických bodů za účelem zastavit pokračující bublinový růst cen na akciovém trhu a trhu nemovitostí. Bylo to první zvýšení diskontní sazby, které bylo následováno dalšími. Ještě během roku 1989 došlo k dalšímu zvýšení diskontní sazby v říjnu a v prosinci, konkrétně dvakrát o 50 bazických bodů. Když v prosinci 1989 vystřídal Yasushi Mieno dosavadního guvernéra Satoshi Sumitu, došlo k potvrzení stávajícího trendu měnové politiky prostřednictvím dalších dvou zvýšení diskontní sazby. V srpnu 1990 tak dosáhla diskontní sazba úrovně 6 %, což představovalo zvýšení během 14 měsíců celkem o 350 bazických bodů. Mezibankovní úroková míra kopírovala zvyšování diskontní sazby a maximální výše dosáhla v březnu 1991 na úrovni 8,19 %. Vývoj diskontní sazby společně s mezibankovní úrokovou mírou přináší graf 3.6.

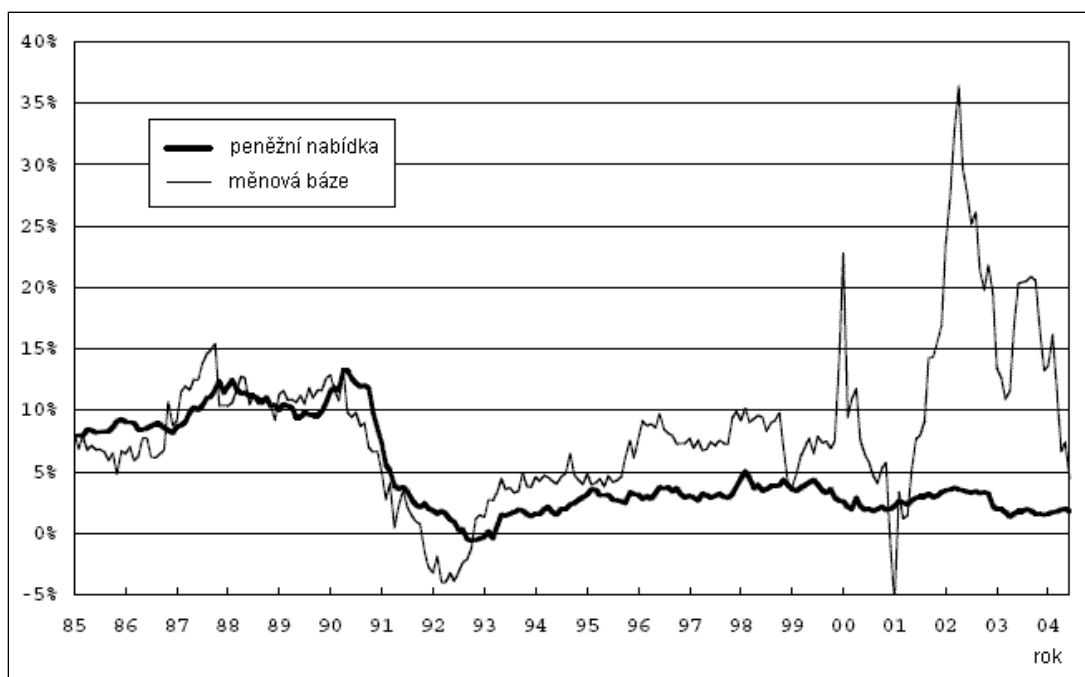
Zpřísnění měnové politiky a růst mezibankovní úrokové míry měly za následek růst nákladů bankovních úvěrů, které se do značné míry podílely na spekulativních nákupech akcií a nemovitostí. Opouštění spekulativních pozic vedlo k prudkému oslabení cen akcií a následně i nemovitostí (viz. výše) a odrazilo se rovněž v prudkém snížení peněžní nabídky a měnové báze, jak je patrné z grafu 3.7.

Graf 3.6 – Vývoj diskontní sazby a mezibankovní úrokové míry (1985 – 2005)



Zdroj: International Financial Statistics

Graf 3.7 – Změna tempa růstu peněžní nabídky a měnové báze (1985 – 2004)



Zdroj: Bank of Japan

Z grafu 3.7 je dobře patrný ostrý pokles tempa růstu peněžní nabídky a měnové báze v letech 1990 až 1992, přičemž v případě měnové báze došlo od konce roku 1991 do konce roku 1992 k nominálnímu poklesu. Bank of Japan začala postupně od poloviny roku 1991 zmírňovat svou přísnou politiku a začala snižovat diskontní sazbu. Propad cen na trhu akcií a trhu nemovitostí, od roku 1992 de facto stagnující ekonomika a prudký pokles inflace přiměly Bank of Japan dále snižovat diskontní sazbu a tím se snažit o stimulování ochablé japonské ekonomiky. Index spotřebních cen, který se již delší dobu pohyboval kolem nulové hodnoty změny, se v březnu 1995 poprvé ocitl v negativním teritoriu. Bank of Japan na tento vývoj reagovala snížením diskontní sazby v září roku 1995 na hodnotu 0,5 %. V japonské měnové politice tak začalo dosud neukončené období nízkých úrokových sazeb se značně limitovanou efektivností měnové politiky, která ztratila s klesající cenovou hladinou a téměř nulovými sazbami vliv na reálnou úrokovou míru.

Bankovní krize, která zasáhla japonskou ekonomiku v letech 1997-1998 (viz. kap. 3.2), si vyžádala přeuspořádání v oblasti dozoru a dohledu nad finanční soustavou a ustanovení nových orgánů. Změny se však dotkly i působení samotné Bank of Japan, resp. míry její závislosti na vládě. 1. dubna 1998 vstoupil v účinnost nový zákon o Bank of Japan, který posiloval její nezávislost. Do té doby se Bank of Japan řadila spíše na stranu centrálních bank, které byly na vládě závislé. Guvernér Bank of Japan totiž mohl být kdykoliv odvolán, pokud neplnil instrukce vlády, což činilo rozhodnutí v oblasti měnové politiky závislá na souhlasu vlády.

V březnu 1998 se stal novým guvernérem Bank of Japan Masaru Hayami. Jeho nástup a nový zákon o centrální bance vzbudily velká očekávání, že se podaří měnovou

politikou dát churavějící ekonomice správný impuls k oživení. Hayami se dostal do čela Bank of Japan v době, kdy ekonomika zažívala recesi a kdy odeznívaly důsledky asijské finanční krize. Na přelomu let 1998 a 1999 došlo navíc v Japonsku k růstu dlouhodobé úrokové míry a posílení měnového kurzu jenu vůči americkému dolaru, což ovšem nekorelovalo se stavem, v jakém se japonské hospodářství nacházelo. Bank of Japan se proto v únoru 1999 rozhodla snížit sazbu pro úložky přes noc (overnight call rate) na hodnotu 0,15 %. Na začátku roku 1999 se index spotřebních cen začal dostávat opět do deflačního vývoje. Současně se na trhu objevily spekulace / obavy, že toto snížení je pouze dočasným prostředkem a že v blízké budoucnosti dojde k návratu k vyšším úrokovým sazbám. Bank of Japan reagovala na tento vývoj prohlášením, že bude držet úrokové sazby na velmi nízkých úrovních tak dlouho, dokud nebudou překonány deflační obavy. Kombinace držení nízkých úrokových sazeb a současně zavázání se držet sazby na nízkých úrovních, dokud nebude překonána deflace, si v odborných kruzích vysloužilo označení „politika nulové úrokové míry“ (ZIRP – zero interest rate policy).

Politika nulové úrokové míry měla po svém zavedení dopad na zploštění výnosové křivky u dlouhodobých úrokových měr až do doby splatnosti 10 let. Toto zploštění výnosové křivky lze interpretovat tak, že ekonomické subjekty začaly očekávat, že se deflaci v Japonsku nepodaří rychle vyřešit a že bude dlouhodobou záležitostí. Při dnešním zpětném hodnocení se taková interpretace může zdát jako oprávněná, neboť deflace byla v Japonsku na pořadu dne stále ještě v roce 2005.

Snížení úrokových sazeb však nemělo odezvu v reálných proměnných a ekonomika neukazovala žádné znaky trvalého oživení. Z některých kruhů se proto začaly ozývat hlasy, že měnová politika by měla přistoupit k mnohem většímu kvantitativnímu uvolnění. Postoj představitelů Bank of Japan byl v této otázce spíše odmítavý, resp. nebyl jednotný. Někteří byli sice pro myšlenku kvantitativního uvolnění, jiní zase zastávali názor spíše opačný, že by mohlo dojít ke zvýšení úrokových sazeb, neboť měnová politika je již tak dost uvolněná. Tyto jednotlivé názory nepředstavovaly názor většinový, kterým bylo dosavadní měnovou politiku nijak nepřizpůsobovat. Podobný názor převládl rovněž v otázce posilování jenu. Trh očekával možnost nesterilizované intervence proti jenu ze strany Bank of Japan, ta se však nechala slyšet, že měnový kurz je sice důležitou proměnnou hodnou sledování, ovšem Bank of Japan nebude podnikat žádné kroky a opatření vůči jednotlivým pohybům měnového kurzu.

Široká veřejnost v té době diskutovala, jaké kroky Bank of Japan podnikne v měnové politice. Bank of Japan reagovala na tyto diskuze povětšinou striktními prohlášeními, která zdůrazňovala nezávislost v jejím rozhodování. Bank of Japan se tak svými výroky a prohlášeními dostala do určité pasti, neboť jakákoliv změna v dosavadním postoji by mohla být interpretována jako přiklonění se k některému z názorů trhu a nepříslušné podléhání vlivu určité skupiny. Měnová politika tak zůstala v dalších několika dlouhých měsících nezměněna.

Bank of Japan byla v tomto období uzavřena pouze do vlastního názoru a byla nepřístupna jakémukoliv názoru zvenku a to včetně názorů z akademických kruhů. Na sklonku 90. let se začalo mezi akademiky mluvit o tom, že Japonsko uvízlo v pasti likvidity, neboť opatření Bank of Japan v podobě markantního snížení úrokových sazeb a standardních operací zaměřených na zvýšení likvidity neprokázaly účinek na reálnou ekonomiku. K těmto představitelům patřili např. Lars E.O. Svensson, Allan Meltzer a zejména Paul Krugman. Jejich doporučení směřovala k obnovení normálního inflačního prostředí prostřednictvím tzv. reflace.<sup>44</sup> Konkrétní možnosti měnové politiky byly spatřovány v širším kvantitativním uvolňování, cílování cenové hladiny, depreciaci měnového kurzu či podniknutí nekonvenčních operací na volném trhu. K těmto nekonvenčním operacím jsou řazeny především nákupy dlouhodobých cenných papírů jako dlouhodobé vládní či zahraniční dluhopisy, akcie, komerční papíry a cenné papíry podložené majetkovými aktivy. Operace Bank of Japan s těmito dlouhodobými cennými papíry by zvedly jejich ceny, snížily dlouhodobou úrokovou míru a vpustily do ekonomiky větší (inflační) množství peněz. P. Krugman zastával názor, že „měnová politika bude účinná, jestliže centrální banka kredibilně slíbí být nezodpovědná v hledání budoucí vyšší cenové hladiny“.<sup>45</sup> Reakce Bank of Japan na tyto návrhy byla zdrženlivá až odmítavá s odůvodněním, že by patrně neměly žádný efekt, neboť volná likvidita se pouze hromadí v podobě rezerv komerčních bank.

Bank of Japan šla dále svou vlastní cestou a když v roce 2000 došlo k nepatrným náznakům oživení ekonomiky v podobě zvýšení podnikových zisků a podnikových investic doprovázených současným růstem akciového indexu Nikkei 225 o 30 % během období březen 1999 až březen 2000, začala Bank of Japan ve svých zprávách signalizovat možnou změnu kurzu měnové politiky v podobě zvýšení úrokových sazeb. Když se ukázalo, že ekonomika bude během roku 2001 růst rychleji než odhadovaný růst ve výši 1 %, přistoupil Měnový výbor k provedení změny měnové politiky a 11. srpna 2000 odsouhlasil zvýšení úrokových sazeb (diskontní sazba zůstala ponechána beze změny). Kritici postoje Bank of Japan hodnotili takový krok jako omyl, neboť deflace nebyla stále ještě překonána a zvýšení úrokových sazeb bylo v přímém rozporu s dřívějšími prohlášeními Bank of Japan, která deklarovala opustit politiku nulové úrokové míry až v okamžiku nastolení normálního inflačního vývoje.

Ekonomický vývoj dal spíše za pravdu kritikům zvýšení úrokových sazeb. Zpětně se ukázalo, že ke zvýšení došlo přibližně v okamžiku, kdy se slibný trend růstu hospodářství obracel. Na počátku roku 2001 byly signály o zpomalení ekonomiky již dobře patrné a Bank of Japan začala přehodnocovat svou měnovou politiku. Bylo jasné, že měnová politika bude muset reagovat zmírněním. Otázkou bylo, zda by to mělo být v podobě pokračování politiky nulové úrokové míry, implementování kvantitativního uvolňování či zda budou aplikovány některé nekonvenční operace na volném trhu.

---

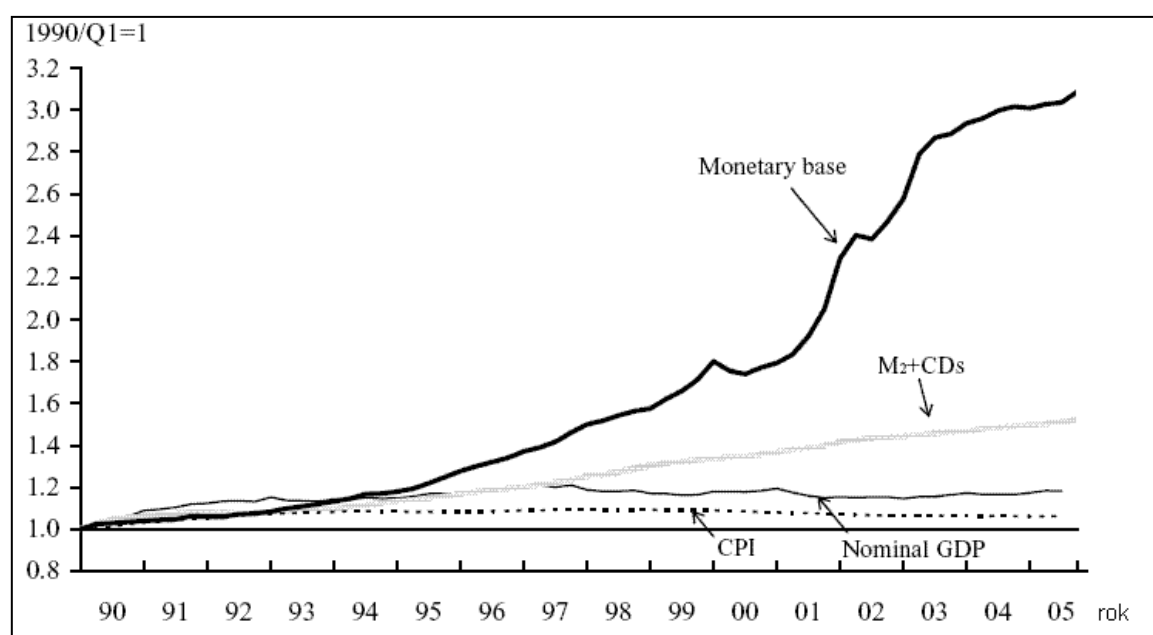
<sup>44</sup> Reflaci, tj. návrat k inflaci, zmiňuje P. Krugman ve svých článcích *It's baaack! Japan's slump and the return of the liquidity trap* (1998) či *Thinking About The Liquidity Trap* (1999)

<sup>45</sup> Krugman (1998)

Změna měnové politiky přišla na zasedání Měnového výboru dne 19. března 2001, na kterém se měnová politika Bank of Japan přihlásila ke kvantitativnímu uvolňování jako prostředku jak bojovat proti deflaci a ekonomickému oslabení Japonska. Současně bylo rozhodnuto o snížení úrokových sazeb. Diskontní sazba byla snížena o 25 bazických bodů na 0,25 % a mezibankovní úroková míra klesla na 0,15 %. Změna měnové politiky nenastala jen v návratu k politice nulové úrokové míry a přijetím podstatně širšího kvantitativního uvolňování, ale došlo také ke změně nástroje měnové politiky. Tímto hlavním nástrojem nebyla již krátkodobá úroková míra, ale staly se jím likvidní prostředky komerčních bank na účtech u Bank of Japan (bankovní rezervy). Cíl pro tyto bankovní rezervy byl stanoven ve výši 5 biliónů jenů. Bank of Japan také změnila definici pro ukončení politiky nulové úrokové míry. Ta nemá být opuštěna dříve než inflace bude stabilně nad nulou.

Kvantitativní uvolňování znamenalo mnohem rychlejší rozšiřování měnové báze než tomu bylo za předchozí politiky nulové úrokové míry. Od přijetí kvantitativního uvolňování v březnu 2001 vzrostla měnová báze během jednoho roku přibližně o 30 %, přičemž v předchozím desetiletí se měnová báze zvýšila proti stavu v roce 1990 o 80 %, tj. zvyšovala se průměrným tempem 6 % za rok. Vývoj měnové báze v porovnání s vývojem nominálního HDP, CPI a agregátu M2 + depositní certifikáty přináší graf 3.8.

Graf 3.8 – Vývoj měnové báze v porovnání s nominálním HDP, CPI a M2+depos.certif.



Zdroj: Bank of Japan

I přes nová opatření měnové politiky nebyly bohužel patrné žádné známky oživení ekonomiky a spíše docházelo ke zhoršování situace jak v případě hospodářského růstu (v roce 2002 došlo k jeho poklesu o 0,5 procentního bodu), tak v případě deflace (v roce 2002 došlo k jejímu prohloubení na úroveň -0,9 %). Bank of Japan na to reagovala přizpůsobováním (uvolňováním) měnové politiky. V srpnu 2001 bylo oznámeno zvýšení limitu pro přímý nákup dlouhodobých stáních dluhopisů ze 400 na 600 mld. jenů a

současně došlo ke zvýšení cíle pro bankovní rezervy na 6 biliónů. V září 2001 došlo k dalšímu snížení diskontní sazby na úroveň 0,1 %. V průběhu dalšího roku došlo ke zvýšení jak limitu pro přímý nákup dlouhodobých státních dluhopisů, tak i cíle pro bankovní rezervy. V říjnu 2002 dosahoval limit pro přímý nákup dlouhodobých státních dluhopisů úrovně 1,2 biliónu jenů a cíl bankovních rezerv byl stanoven rozpětím 15-20 biliónů jenů. Bank of Japan začala dokonce v září 2002 nakupovat akcie od komerčních bank, což dříve striktně odmítala. Ve svém bezradném boji proti deflaci začala využívat nástroje, o jejichž efektivnosti sice nebyla přesvědčena, nicméně doufala v jejich možný účinek.

Bezradnost působení Bank of Japan byla patrná během celého 5-tiletého období guvernéra Hayamiho. Bank of Japan bylo vyčítáno, že nedokázala správně komunikovat s laickou i odbornou veřejností a že se nadmíru upnula na svou nezávislost, kterou brala až příliš doslovně. Zvýšení úrokových sazeb v roce 2001 je pak vnímáno jako vážná chyba měnové politiky Bank of Japan. Pozdější vývoj ekonomických ukazatelů totiž ukázal, že načasování bylo tím nejméně vhodným. Navíc Bank of Japan nebyla schopna jasně deklarovat, v čem bude zvýšení úrokových sazeb pro ekonomiku prospěšné.

Po skončení funkčního období M. Hayamiho se novým guvernérem Bank of Japan stal Toshihiko Fukui. Hned co se ujal výkonu měnové politiky, byl v březnu 2003 podstatně zvýšen cíl bankovních rezerv z předchozích 15-20 biliónů na 24-27 biliónů jenů, který byl ještě v květnu navýšen o další 3 bilióny jenů. Hlavní změna však nastala v komunikaci měnové politiky a její kredibilitě. Bank of Japan jasněji deklarovala svůj závazek ohledně politiky nulové úrokové míry a především politiky jejího opuštění. Bank of Japan se rozhodla podpořit kredibilitu postupného kvantitativního uvolňování v podobě vydání prohlášení<sup>46</sup> ze dne 10. října 2003, ve kterém se zavazuje, že bude pokračovat v kvantitativním uvolňování do doby, než index CPI dosáhne nulové nebo vyšší úrovně, přičemž pro opuštění je kladena podmínka, že pozitivní (inflační) vývoj bude potvrzen historií několika měsíců a navíc nebude panovat očekávání zpětného poklesu a deflačního vývoje.

Kvantitativní uvolňování bylo nadále hlavní politikou Bank of Japan. V říjnu 2003 byl již poněkolkáté navýšen horní limit bankovních rezerv na 32 biliónů jenů a v lednu 2004 došlo k jeho dalšímu zvýšení až na 35 biliónů jenů. Bank of Japan se také snažila deklarovat podporu oživování ekonomiky prostřednictvím boje proti posilování jenu (jeho vývoj zachycuje graf 3.3). Vzhledem k tomu, že japonské exportní společnosti tvoří základ japonské ekonomiky a ztráta konkurenceschopnosti by znamenala oslabení křehkého oživování, došlo v roce 2003 ze strany Bank of Japan ke zvýšení intervencí proti silnému jenu. Intervence dosáhly celkem 20,1 biliónu jenů, což představovalo celkem pětinasobek úrovně v roce 2002. Účinnost těchto intervencí je však diskutabilní, neboť i když došlo krátkodobě ke stabilizaci měnového kurzu kolem úrovně 120 JPY/USD, dostavila se následně opět apreciacie jenu, takže na počátku roku 2005 dosáhl jen vůči americkému

---

<sup>46</sup> Přesný název tohoto prohlášení je Enhancement of Monetary Policy Transparency

dolaru hodnoty 104, což představuje 5-tileté minimum.<sup>47</sup> I přes tento posilující trend nepoužila Bank of Japan od března 2004 měnovou intervenci při výkonu měnové politiky.

Bank of Japan přijala na počátku nového tisíciletí kvantitativní uvolňování jako nástroj měnové politiky, který by měl pomoci vyřešit problém deflace. Na finančním trhu byla výrazným způsobem zvýšena likvidita, ovšem velice pomalý pokles míry deflace nenavědčuje, že by kvantitativní uvolňování mělo významnější efekt pro ovlivnění úrovně cenové hladiny. Postupný pokles míry deflace a její hodnoty blízké úrovni -0,1 % v polovině roku 2005 vzbuzovaly očekávání, že deflace se pomalu a jistě blíží svému konci. Představitelé Bank of Japan se nechali slyšet s odhady, že deflace bude překonána v roce 2006.

Ožívování japonského hospodářství pokračovalo tempem o něco rychlejším než byly oficiální odhady, a tak se index spotřebitelských cen ocitl na nulové úrovni změny již v říjnu 2005. Když další 4 oznámené údaje indexu spotřebitelských cen byly z kladného teritoria vývoje cen, začala média a jednotliví ekonomičtí odborníci spekulovat o možnosti opuštění měnové politiky kvantitativního uvolňování.

Očekávání změny se potvrdilo po dvoudenním zasedání Bank of Japan z 8. a 9.3.2006, po kterém Bank of Japan oficiálně oznámila ukončení měnové politiky kvantitativního uvolňování a postupný návrat ke standardním měnovým podmínkám. Úrokové míry však zůstaly prozatím ponechány beze změny, čímž Bank of Japan potvrdila zachování měnové politiky nulové úrokové míry s výhledem pro první opatrné zvýšení nejdříve na konci roku 2006. Rozhodnutím ponechat úrokovou míru nezměněnou potvrdila Bank of Japan svůj dřívější závazek, že úroková míra bude zvýšena až v okamžiku, kdy inflace bude stabilně nad nulou.

### **3.4 Charakter japonské deflace**

V předchozích 3 kapitolách věnovaných Japonsku jsem podal popis vývoje japonského hospodářství ovlivněného především prasknutím cenové bubliny aktiv, jaký byl dopad tohoto šoku do bankovní soustavy a jakým způsobem reagovala měnová politika Bank of Japan na ekonomický vývoj a vývoj cen. Tato kapitola by měla dát pohled na charakter japonské deflace a určit, do jaké míry mohla být deflace způsobena měnovou politikou Bank of Japan. Z předchozího popisu měnové politiky prosazované Bank of Japan se dá i bez hlubšího analytického zkoumání usoudit, že od konce 90. let 20. století byla měnová politika Bank of Japan značně volnější s cílem o oživení ekonomiky a překonání deflačních tlaků. Cílem této kapitoly je podrobit měnovou politiku Bank of Japan hlubší analýze a podívat se, jestli předchozí vývoj měnové politiky nemohl zapříčinit pozdější deflační vývoj nejen v souvislosti s vývojem úrokové míry, ale i s ohledem na vývoj měnového kurzu. Za tím účelem sestavím pro měnovou politiku Bank of Japan index měnových podmínek (MCI), který postihne období od roku 1980 až do roku 2004. Dalším

<sup>47</sup> Na stranu druhou jedním z hlavních faktorů tohoto posílení jenu je celkové oslabování amerického dolaru v tomto období.

aspektem, v rámci kterého budu posuzovat charakter japonské deflace, je vývoj konečné spotřeby či možný vliv technologického pokroku.

### 3.4.1 Měnová politika z pohledu indexu měnových podmínek

Index měnových podmínek (MCI – Monetary Condition Index) představuje nástroj, jehož užití se datuje k přelomu 80. a 90. let 20. století. V té době řada centrálních bank industrializovaných zemí (např. Nového Zélandu, Kanady, Švédska či Norska) přešla z měnové politiky měnového cílování a měnových agregátů jako zprostředkující kritérium na měnovou politiku založenou na cílování samotné inflace, kde úlohu zprostředkujícího kritéria hraje předpověď inflace a hlavním nástrojem k ovlivňování úrovně cenové hladiny je úroková míra. Aby bylo možno posoudit, zda a do jaké míry je v daném okamžiku měnová politika uvolněná či naopak zpřísněná, byl zkonstruován index měnových podmínek. Jako první jej začala užívat Kanada a vedle ní se MCI stal operativním cílem měnové politiky rovněž i na Novém Zélandu a v Norsku.

MCI odráží stupeň vlivu měnové politiky na celkovou ekonomiku a především na úroveň inflace a slouží jako benchmark indikující směr a výhled budoucí inflace. Vzhledem k tomu, že kompozice MCI spočívá na úrokové míře a měnovém kurzu<sup>48</sup>, zahrnuje a priori předpoklad, že úroková míra a měnový kurz jsou významnými faktory, které ovlivňují celkové ekonomické podmínky a zejména pak úroveň cenové hladiny. Pokud dochází k růstu cenové hladiny nebo k posilování měnového kurzu, bude výsledným efektem na ekonomiku její následné oslabení a současně pokles tlaku na růst cenové hladiny.

MCI představuje vážený průměr změn reálné úrokové míry a reálného měnového kurzu vzhledem k jejich hodnotám v určeném základním období. Váhy v konstrukci MCI odráží relativní dopad úrokové míry a měnového kurzu na agregátní poptávku. Tuto slovní definici je možné vyjádřit vzorcem:

$$MCI_t = w_r(r_t - r_0) + w_q(q_t - q_0) \quad (1)$$

kde  $r$  je reálná úroková míra,  $q$  reálný měnový kurz,  $t = 0$  základní období a  $w_r$  a  $w_q$  představují váhu reálné úrokové míry, resp. reálného měnového kurzu.

Pro váhy reálné úrokové míry a reálného měnového kurzu platí rovnice:

$$w_r + w_q = 1 \quad (2)$$

Zatímco reálná úroková míra i reálný měnový kurz jsou poměrně snadno dostupné veličiny, je pro sestavení indexu MCI klíčové určení parametrů vah  $w_r$  a  $w_q$ . Tyto váhy jsou odvozovány z ekonometrických modelů na základě absolutní hodnoty koeficientů pro

---

<sup>48</sup> Jedná se o klasické pojetí konstrukce MCI. Existují rovněž MCI, které k posouzení charakteru měnové politiky využívají rovněž vývoj celkového množství bankovních úvěrů či zohledňují vývoj na akciových trzích.



reálnou úrokovou mírou a reálný měnový kurz. V literatuře je možné setkat se se dvěma rovnicemi, které slouží k odvození těchto koeficientů. První přístup vychází z rovnice pro reálný produkt, který je vysvětlován zpožděnými hodnotami reálného produktu, reálnou úrokovou mírou a reálným měnovým kurzem. Z tohoto přístupu vyšel při kalkulaci MCI Duguy (1994) a byl dále použit i ostatními autory (např. Lin (1999)). Tato rovnice má níže uvedenou podobu:

$$A) y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \alpha_2 y_{t-2} + \dots + \alpha_p y_{t-p} + \theta_r r_{t-1} + \theta_q q_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

kde  $y_t$  představuje reálný produkt a  $\varepsilon_t$  je náhodná proměnná, přičemž u  $\theta_r$  panuje očekávání, že bude záporné, poněvadž růst úrokové míry snižuje investice a také agregátní poptávku, čímž působí proti růstu reálného produktu. V případě  $\theta_q$  záleží, jestli  $q$  je denominováno v domácí nebo zahraniční měně, ale základní předpoklad je ten, že depreciace domácí měny bude znamenat pozitivní příspěvek reálnému produktu.

Výše uvedená rovnice představuje vyjádření vektorové autoregrese (VAR), která se používá pro systémy časových řad ve vzájemném vztahu pro analýzu vlivu náhodných složek na systém proměnných. Endogenní proměnná je vyjádřena jako  $k$  vektor endogenních proměnných s určitým zpožděním.

Druhá rovnice vyjadřuje příspěvek jednotlivých faktorů k nominální změně vývoje cenové hladiny. S tímto přístupem se setkáme např. u Hataiseree (1998) a rovnice má podobu:

$$B) \pi_t = \Delta P = \alpha + \theta_r \Delta i_t + \theta_q \Delta e_t + \beta \Delta pm_t + \gamma \Delta g_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

kde

$\Delta$  je diference příslušné proměnné

$\pi$  je inflace

$P$  je cenová hladina

$i$  je nominální úroková míra

$e$  je nominální měnový kurz (zastoupen může být např. nominálním efektivním měnovým kurzem NEER)

$pm$  je index importních cen

$g$  je poměr vládních výdajů a příjmů

$\varepsilon_t$  je náhodná proměnná

přičemž  $\theta_r < 0$ ,  $\theta_q < 0$ ,  $\beta > 0$ ,  $\gamma > 0$

Na první pohled je zřejmé, že mezi oběma přístupy je značný rozdíl. První vychází z reálných veličin, zatímco druhý pracuje s nominálními veličinami na bázi jejich diferencí. Pro parametry odvozené prostřednictvím rovnice pro reálný důchod existuje užší vazba na samotný MCI, proto jsem se jej rozhodl použít pro sestavení MCI Japonska a

<sup>49</sup> do rovnice je rovněž možné přidat více zpoždění pro  $r$  a  $q$

<sup>50</sup> jedná se o rovnici příspěvku různých faktorů na celkovou inflaci a pro různé země tak může obsahovat různé vysvětlující proměnné

další výklad je vztažen k tomuto způsobu, i když metodicky je níže uvedený postup v podstatě totožný i pro odvození MCI druhým způsobem

Dalším krokem po odvození parametrů  $\theta_r$  a  $\theta_q$  je stanovení vzájemného poměru  $\theta_r/\theta_q$ , neboť při sestrovování MCI nehraje roli jejich absolutní rozměr. Násobení konstantou nemá žádný vliv na index, proto je uvažován pouze jejich vzájemný poměr.

$$r_{mci} = |\theta_r| / |\theta_q| \quad (5)$$

$r_{mci}$  je tzv. poměr MCI, nebo-li jde o relativní vyjádření velikosti parametru  $\theta_r$  vzhledem k  $\theta_q$

Poměr MCI je interpretován tím způsobem, že pokles ve výši  $[r_{mci}]$  % hodnoty reálného měnového kurzu má přibližně stejný efekt na poptávku jako je pokles o jeden procentní bod krátkodobé reálné úrokové míry. Stanovení  $r_{mci}$  je posledním krokem před určením samotných vah  $w_r$  a  $w_q$ . Jelikož pro ně platí vztah (2), je potřeba provést ještě jejich normalizaci prostřednictvím následujících vztahů:

$$w_r = r_{mci} / (r_{mci} + 1) = |\theta_r| / (|\theta_r| + |\theta_q|) \quad (6)$$

$$w_q = 1 / (r_{mci} + 1) = |\theta_q| / (|\theta_r| + |\theta_q|) \quad (7)$$

Na základě určení relativních vah  $w_r$  a  $w_q$  je možné přistoupit k výpočtu indexu měnových podmínek podle vztahu (1).

Index MCI svým teoretickým konceptem v pozadí spojuje reálný produkt nebo inflaci s reálnou úrokovou mírou a reálným měnovým kurzem a případně dalšími proměnnými, čímž vychází z určitého ekonometrického modelu. Aby byly výsledné parametry MCI modelu platnými, je třeba věnovat pozornost správné specifikaci modelu. Jedním z předních požadavků je požadavek stacionarity časových řad, tj. aby hodnoty příslušné časové řady nebyly závislé na čase, resp. splnění kointegračního testu. Za určitých předpokladů je totiž možné považovat lineární kombinaci nestacionárních řad za stacionární. Tato lineární kombinace je nazývána kointegrační rovnicí a vyjadřuje dlouhodobý vztah mezi proměnnými.

Model je odhadován na základě vektorové autoregrese a kointegračního modelu, který je doplněn modelem korekce chyb (VEC model). Pomocí neomezeného VAR modelu jsou hledány vzájemné vazby mezi proměnnými a optimální počet zpoždění modelu. Pokud některá z proměnných není statisticky významná a nemá v modelu žádnou primární ani zpětnou vazbu, není pro dalších výpočty používána. V případě, kdy proměnná má významný vliv na hlavní proměnnou, ovšem neexistuje u ní zpětná vazba ze strany ostatních proměnných (není jimi vysvětlována), je zařazena do modelu jako exogenní proměnná. Jako kritérium pro určení optimální podoby modelu při jednotlivých krocích vystupuje Schwarzovo a Akaikeho kritérium, která by se s vylučováním nedůležitých zpoždění měla zlepšovat (růst jejich hodnoty)

Pro výpočet byla použita data především z International Financial Statistics, která publikuje Mezinárodní měnový fond. Z této databáze byla konkrétně použita data týkající se nominální úrokové míry, nominálního kurzu, meziroční inflace a cenové hladiny Japonska a cenové hladiny Spojených států. Data ohledně výše reálného, sezónně očištěného produktu Japonska byla použita ze statistik ESRI (Economic and Social Research Institute) japonského vládního kabinetu (Cabinet Office)<sup>51</sup>. Jako krátkodobou úrokovou míru jsem použil 3-měsíční úrokovou míru kótovanou pro výpůjčky. Z ní jsem určil reálnou úrokovou míru na základě údajů o meziroční inflaci podle zjednodušeného vztahu:

$$r_t = i_t - \pi_t \quad (8)$$

Jako nominální měnový kurz byl použit kurz japonského jenu k americkému dolaru (JPY/USD), neboť Spojené státy patří k významným obchodním partnerům Japonska. Reálný měnový kurz  $q$  jsem vypočetl podle vztahu:

$$q = e(I_{US}/I_J) \quad (9)$$

kde

$I_J$  představuje index hladiny spotřebitelských cen v Japonsku

$I_{US}$  představuje index hladiny spotřebitelských cen ve Spojených státech

Perioda, za kterou byla data použita, byla vymezena rokem 1980 a polovinou roku 2001. Základní frekvencí bylo stanoveno čtvrtletí. I když nominální úroková míra, nominální měnový kurz či inflace a cenová hladina jsou dostupné v měsíčních frekvencích i relativně daleko do minulosti, omezení panuje u dat za hospodářský produkt, jejichž reálné hodnoty jsou dále do minulosti dostupné s nejnižší sledovanou frekvencí na bázi čtvrtletí. S ohledem na rozsah časové periody přesahující více než 20 let je však i tak zajištěno dostatečné množství údajů pro relevantní výpočet. Polovina roku 2001 jako konečné období není dáno nějakou libovůlí či omezením dostupnosti dat (ta je možné získat až do roku 2005). Toto období bylo zvoleno jako konečné záměrně, neboť Bank of Japan zde opustila standardní měnovou politiku a začala uplatňovat novou měnovou politiku v podobě širokého kvantitativního uvolňování, se kterou souvisí pokles úrokové míry prakticky na nulovou úroveň. To by znamenalo negativní ovlivnění výpočtu parametrů, a proto data po tomto období nejsou při výpočtu uvažována.

Vlastní odhad parametrů byl proveden na základě vektorové autoregrese podle vztahu definovaného rovnicí (3). Pro tuto VAR analýzu byl použit rozsah vektoru 2, tj. jsou uvažovány celkem až 2 zpoždění (2 čtvrtletí) jednotlivých proměnných jako vysvětlující proměnné reálného produktu.

Detailní podoba výsledku provedené VAR analýzy je uvedena v příloze A v tab. A.1. Podle hodnoty  $t$  statistiky u jednotlivých proměnných neomezeného VAR modelu se

<sup>51</sup> data jsou volně přístupná na stránce [www.esri.cao.go.jp/index-e.html](http://www.esri.cao.go.jp/index-e.html)

ukázaly jako statisticky významné pouze konstanty modelu  $c$  a zpožděné hodnoty pro jednotlivé vysvětlované proměnné (např. reálný produkt zpožděný o 1 období jako vysvětlující proměnná pro vysvětlovanou proměnnou reálný produkt). Ostatní zpoždění se ukázala na základě  $t$  statistiky jako nevýznamná, což nasvědčuje situaci, že model není správně nadefinován a postrádá jednu nebo více proměnných pro vysvětlení jeho chování.

Rozhodl jsem se proto do modelu zakomponovat úvěry, které bývají někdy používány při výpočtu MCI. Rovnice (3) je tak rozšířena do podoby:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \alpha_2 y_{t-2} + \dots + \alpha_p y_{t-p} + \theta_r r_{t-1} + \theta_q q_{t-1} + \theta_s s_{t-1} + \varepsilon_t \quad (10)$$

kde  $s_{t-1}$  představuje reálnou úroveň celkových poskytnutých úvěrů a  $\theta_s$  koeficient změny reálného produktu při zvýšení poskytnutých úvěrů o 1 %. Je očekáváno, že hodnota koeficientu  $\theta_s$  bude kladná, neboť růst úvěrů podporuje růst reálného produktu.

Poskytnuté nominální úvěry  $l_t$  je možné získat ze statistik Bank of Japan. Pro potřeby VAR analýzy je nutné získat jejich reálné vyjádření, které lze získat po očištění o inflační vývoj:

$$s = l \cdot I_J \quad (11)$$

kde

$I_J$  představuje index hladiny spotřebitelských cen v Japonsku

Tab. A.2 v příloze A přináší neomezený VAR model rozšířený o veličinu poskytnutých úvěrů. Z výsledku je patrné, že začlenění úvěrů zlepšilo vypovídací schopnost modelu a především statistickou významnost reálné úrokové míry a reálného zahraničního kurzu vzhledem k reálnému důchodu. Z výsledku je patrné, že v případě reálné úrokové míry a reálného měnového kurzu existuje primární vazba na reálný důchod, ovšem neexistuje u nich zpětná vazba na ostatní proměnné. Z toho důvodu je možné obě veličiny považovat za exogenní a o tuto skutečnost dále upravit model. V případě úvěrů je potřeba počítat s touto veličinou jako s endogenní, neboť hodnota  $t$  statistiky indikuje možnost zpětné vazby na reálný důchod. Upravený model po vyloučení statisticky nevýznamných proměnných přináší tab. A.3 v příloze A.

V dalším kroku byla provedena analýza korekce chyb za účelem zjištění dlouhodobých a krátkodobých vazeb mezi jednotlivými proměnnými. Výsledek VEC analýzy je uveden v příloze A v tab. A.4. Na základě analýzy korekce chyb byly identifikovány statisticky významné vazby mezi jednotlivými proměnnými, přičemž znaménka u jednotlivých parametrů nabývají očekávaných hodnot. Kointegrační parametry nabývají hodnoty -0,33 v případě reálného důchodu, resp. -0,12 u půjček, což svědčí o pomalejším přizpůsobování obou veličin. V posledním kroku byl proveden kointegrační test k validaci předchozích výsledků (viz. příloha A, tab. A.5). Na hladině významnosti 5 % byl prokázán jeden kointegrační vektor, což opravňuje k tvrzení, že lineární kombinaci

dvou nestacionárních vektorů je možné považovat za stacionární. Při uvažování hladiny významnosti 1 % však nebyl prokázán žádný kointegrační vektor.

Výsledná podoba odhadnutého modelu je následující:

$$y_t = 94963,98 + 0,803 y_{t-1} + 0,045 s_{t-2} - 1049,96 r_{t-2} + 45,807 q_{t-2} + \varepsilon_t$$

$$(22545,4) \quad (0,13) \quad (0,02) \quad (341,90) \quad (21,49)$$

$$\text{adj. R} = 0.997$$

Podle očekávání má reálná úroková míra negativní vliv, reálný měnový kurz pozitivní vliv a poskytnuté úvěry pozitivní vliv na reálný důchod.

Na základě vypočtených parametrů je možné vypočítat poměr  $r_{mci}$ , který dosahuje hodnoty 22,9. Problematikou tohoto výpočtu je ovšem rozšíření modelu o proměnnou poskytnutých úvěrů. Kalkulace MCI poměru vychází pouze z poměru parametrů  $\theta_r$  a  $\theta_q$ , zatímco parametr  $\theta_s$  není uvažován. Tento postup není zcela přesný a korektní, neboť vazby jsou ve výsledném modelu simultánní. Při kalkulaci pouze s parametry  $\theta_r$  a  $\theta_q$  tak nedochází k zohlednění vazeb, které byly identifikovány pro poskytnuté úvěry.

MCI poměr pro Japonsko byl v minulosti již několikrát počítán různými institucemi, a tak je možné provést i přes výše popsanou nepřesnost širší srovnání vypočtené hodnoty s ostatními publikovanými hodnotami. Přehled hodnot  $r_{mci}$  přináší tab. 3.6 níže:

Tab. 3.6 – Přehled publikovaných poměrů MCI pro Japonsko

	ZEI*	IMF	Goldman Sachs	JP Morgan	OECD	MCI
<b>hodnota <math>r_{mci}</math></b>	52,7	10	8,8	7,9	4	22,9

Zdroj: Lin (1999), Goodhart (2003) a vlastní výpočty

\* Zentrum für Europäische Intergrationsforschung

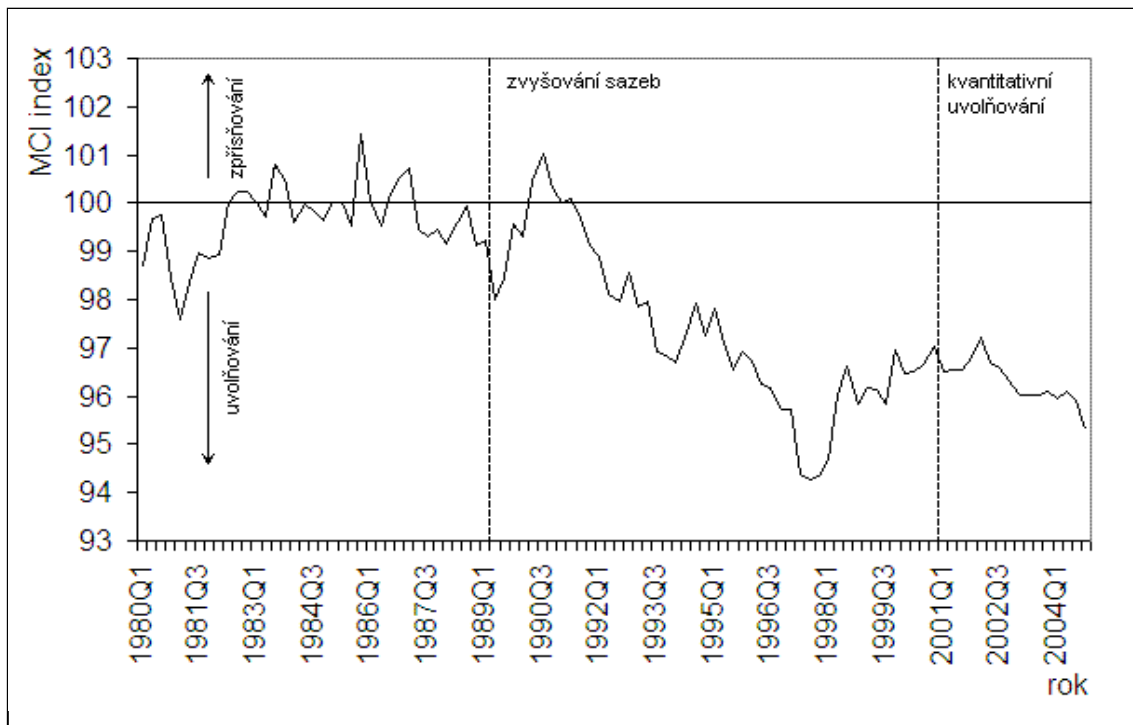
Z tabulky je patrné, že zde vypočtený poměr MCI se nachází mezi hodnotami kumulovanými převážně v rozpětí 8 až 10 a hodnotou ve výši 52,7, ke které dospěl Goodhart (2003). I když se jedná o relativně široké rozpětí, možnou příčinou zde může být faktor času. Hodnoty uvedené Linem (1999) jsou hodnoty z konce 90. let minulého století a konkrétně např. u hodnoty publikované IMF se jedná o údaj publikovaný v roce 1998 ve World Economic Outlook (IMF (1998)). MCI poměr uvedený Goodhartem a i mnou vypočtený MCI poměr vychází z historicky novějších časových údajů, a tak se faktor času mohl stát příčinou posunu směrem k vyšší relativní váze reálné úrokové míry v MCI indexu.

Odvození vah  $w_r$  a  $w_q$  z MCI poměru je již jen matematickou operací dosazení do rovnic (6) a (7). Váha pro reálnou úrokovou míru tak činí 0,958 a pro reálný měnový kurz 0,042. Před sestrojením vlastního MCI je třeba ještě určit základní období, ke kterému bude index vztažen. Za toto období jsem zvolil první čtvrtletí roku 1985, kdy jak úroková míra, tak měnový kurz JPY/USD byly poměrně stabilizované v čase. Základní diskontní sazba Bank of Japan byla od října 1983 na úrovni 5 % (krátkodobá úroková míra pro

výpůjčky se pohybovala na úrovni  $\pm 6,4\%$ ) a měnový kurz JPY/USD se pohyboval dlouhodobě kolem hodnoty 250.

Hodnoty výsledného MCI indexu Japonska jsou uvedeny v příloze A v tab. A.6. Grafickou podobu přináší graf 3.9.

Graf 3.9 – MCI index (1980 – 2004)



Zdroj: vlastní výpočet

V grafu vývoje indexu MCI jsou zvýrazněna 2 časová období. Prvním je období, kdy Bank of Japan začala na konci 80 let zpřísňovat svou měnovou politiku, druhým obdobím je začátek aplikování kvantitativního uvolňování. Z trendu vývoje indexu MCI je patrné, že po většinu 80. let se index pohyboval v úzkém pásmu kolem hodnoty 100 (tj. úrovně prvního čtvrtletí roku 1985, ke kterému je index vztažen). Od roku 1986 nastalo mírné uvolňování měnové politiky až do roku 1989 v souvislosti se snižováním diskontní sazby Bank of Japan. Poté došlo k prudkému obratu s tím, jak Bank of Japan začala rychle zvyšovat diskontní sazbu, aby zmírnila míru vlivu spekulace, která se podílela na prudkém růstu cen akcií na NIKKEI a růstu cen nemovitostí. Trend zvyšování diskontní sazby trval až do roku 1991, od kterého je patrný výrazný trend uvolňování měnové politiky s charakteristickým dnem, kterého bylo dosaženo v roce 1997. Toto dno souvisí s postupným snižováním sazeb a především s krátkodobým zvýšením inflace v roce 1997 v důsledku mírného hospodářského oživení v roce 1996. Poté došlo k mírné korekci s tím, jak Bank of Japan přechodně zvýšila diskontní sazbu, ale od přijetí kvantitativního uvolňování dochází k dalšímu postupnému zvýšení míry uvolnění měnové politiky.

Vývoj indexu MCI koresponduje s předchozím výkladem měnové politiky a jejím uvolňováním v důsledku snižování úrokové míry. Tento fakt je logickým důsledkem toho,

že reálná úroková míra má v indexu MCI velmi silnou váhu, zatímco reálný měnový kurz má podstatně slabší vliv na vývoj MCI.

Z vývoje indexu MCI je patrné, že od počátku 90. let 20. století byla měnová politika postupně uvolňována až do 2. třetiny 90 let a následně si svou míru uvolnění uchovala přibližně na úrovni hodnoty 96, tj. o 4 procentní body volnější ve srovnání s prvním čtvrtletím roku 1985. Na konci 90. let se index spotřebitelských cen ocitl v negativním teritoriu, kde se pohyboval až do konce roku 2005. Srovnáme-li vývoj indexu spotřebitelských cen s vývojem indexu MCI, dospíváme k závěru, že deflace se vyskytla po předchozím uvolňování měnové politiky a přetrvávala i přes uvolněnou měnovou politiku v následných obdobích. Na základě tohoto zjištění se nejeví měnová politika Bank of Japan jako příčina japonské deflace.

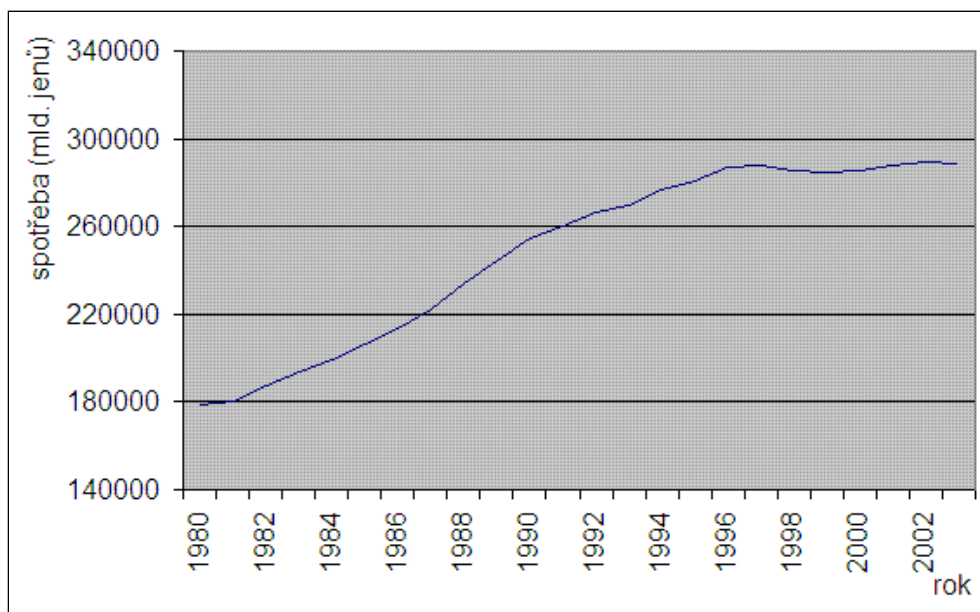
### 3.4.2 Spotřeba a dopad důvěry spotřebitelů na vývoj CPI

Při hledání příčin japonské deflace je dobré zaměřit pozornost na agregátní poptávku a vývoj celkové spotřeby domácností.

Spotřeba japonských domácností nedosahuje takové úrovně, které je dosahováno jinými vyspělými ekonomikami. To je dáno především vysokou mírou úspor, které japonské domácnosti dosahují. Ve srovnání s největší ekonomikou, kterou jsou Spojené státy, je tento rozdíl přímo markantní. Spojené státy totiž v posledním desetiletí dosahují nulové nebo spíše záporné mezní míry úspor, což implikuje, že veškerý důchod je určen domácnostmi na spotřebu.

Japonské domácnosti spoří i přes velice nízkou úrokovou míru. Tento paradox spočívá ve struktuře japonské společnosti, ve které jsou japonské domácnosti nuceny spořit nezávisle na výnosech, které mohou očekávat. K hlavním faktorům patří vysoké náklady na vzdělání, ale především nedostatečné zajištění ve stáří. Z důvodu nepříznivého demografického vývoje, kterým je postupný růst průměrného věku populace, hrozí nebezpečí, že současný systém důchodového pojištění nebude možné nadále udržet. Vlivem toho jsou jednotlivci nuceni k tomu, aby si pro důchodové období svého života sami spořili v podobě státního či podnikového pojištění na stáří. Státní důchodové pojištění bylo zavedeno až v 70. letech a jeho výkony nejsou dostatečné na to, aby zaručovaly udržení životního standardu po odchodu do důchodu. Mladší generace je tak nucena spořit od počátku svého aktivního věku, aby si zajistila dostatečnou kapitálovou zásobu.

Graf 3.10 – Výdaje na soukromou konečnou spotřebu (1980 – 2003, ceny r. 2000)



Zdroj: International Financial Statistics

Graf 3.10 zachycuje vývoj soukromé konečné spotřeby v Japonsku mezi lety 1980 a 2003 v cenách roku 2000. Růst výdajů měl od počátku 80. let 20. století rostoucí trend, přičemž na změnu spotřeby neměl vliv ani propad cen na trzích aktiv z počátku 90. let. Až do roku 1997 rostly výdaje na soukromou konečnou spotřebu průměrným meziročním tempem 2,7 %. S rokem 1997, ve kterém došlo k bankovní krizi, došlo ke změně spotřebního chování domácností, což se projevilo mírným poklesem, resp. stagnací spotřeby mezi lety 1998 a 2003, jak dokládá graf 3.10.

Vývojem úrovně spotřeby se zabývali ve své práci autoři Hori a Shimizutani (Hori a Shimizutani (2005)). Japonští spotřebitelé jsou známi tím, že jejich důležitým motivem pro spoření je motiv opatrnosti (vedle spoření na stáří hraje velkou míru rovněž spoření pro případ nemoci a nepředvídatelných neštěstí). Hori a Shimizutani zaměřili pozornost na to, zda se japonští spotřebitelé stali ve druhé polovině 90. let 20. století více obezřetnými ve spotřebě, což testovali na koeficientu obezřetnosti.<sup>52</sup>

Test byl prováděn na základě údajů o japonských domácnostech pro různé věkové struktury. Hori a Shimizutani sice nedospěli ke statisticky významnému koeficientu obezřetnosti pro období mezi lety 1995 a 1998, pro období let 1998 a 1999 jim však vyšel koeficient obezřetnosti blížící se úrovni 4. S ohledem na teorii, která udává hodnotu pro koeficient obezřetnosti v rozpětí 2 a 5, jde o poměrně vysokou míru, zvláště ve srovnání s domácnostmi ve Spojených státech a Velké Británii, kde se koeficient obezřetnosti pohybuje kolem úrovně 2. Při analýze koeficientu obezřetnosti v závislosti na věkové

<sup>52</sup> Koeficient relativní obezřetnosti vychází z myšlenky Milese Kimballa (Kimball (1990)), kterou dále rozpracovala Karen Dynan (Dynan (1993)). Kimball určil koeficient obezřetnosti jako  $\rho = -C_{it}(U''''/U''')$ , kde  $C_{it}$  je spotřeba spotřebitele  $i$  v čase  $t$  a  $U$  je jeho užitek, přičemž užítková funkce je definována pro konstatní míru averze k riziku.



strukturu nebylo překvapením, že koeficient obezřetnosti byl silnější u domácností s nižším věkem, což je plně v souladu s teorií životního cyklu a formováním úspor. Hori a Shimizutani na základě své analýzy docházejí k závěru, že v souvislosti s recesí roku 1998, která byla navíc zhoršena propuknutou krizí bankovního sektoru, „zaujaly japonské domácnosti rostoucí pesimistický pohled ohledně budoucnosti, který vyústil v silný koeficient obezřetnosti. Silný očekávaný koeficient pro mladé domácnosti je konzistentní se simulačními studiemi [...], které ukázaly, že dokud hlavě rodiny není 40 let, je opatrnost hlavní spořicí motiv domácnosti.“<sup>53</sup>

Jestliže vlivem hospodářské recese a bankovní krize v roce 1998 došlo ke snížení spotřeby a růstu úspor z titulu silného koeficientu obezřetnosti, je otázkou, zda-li sentiment spotřebitelů ohledně budoucího vývoje nemohl mít vliv rovněž na vývoj cenové hladiny. Rozhodl jsem se proto otestovat možný vztah mezi všeobecným sentimentem spotřebitelů a vývojem cenové hladiny na základě Grangerovy kauzality.

Přístup Grangerovy kauzality k otázce, zda veličina  $x$  zapříčiňuje veličinu  $y$  spočívá v tom, kolik současné veličiny  $y$  může být vysvětleno minulými hodnotami veličiny  $y$  a pak zda přidání zpožděné hodnoty veličiny  $x$  může zlepšit míru vysvětlení. Veličina  $y$  je zapříčiněna veličinou  $x$ , pokud  $x$  pomáhá v predikci  $y$  nebo-li ekvivalentně pokud koeficienty u zpoždění hodnot veličiny  $x$  jsou statisticky signifikantní. Často bývá výsledkem dvoucestná kauzalita, kdy  $x$  zapříčiňuje  $y$  a  $y$  zapříčiňuje  $x$ . V Grangerově kauzalitě jsou tedy testovány následující regresní rovnice:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \dots + \alpha_p y_{t-p} + \beta_1 x_{t-1} + \dots + \beta_p x_{t-p} + \varepsilon_t \quad (10)$$

$$x_t = \alpha_0 + \alpha_1 x_{t-1} + \dots + \alpha_p x_{t-p} + \beta_1 y_{t-1} + \dots + \beta_p y_{t-p} + v_t \quad (11)$$

kde  $p$  je jakákoliv nejdelší délka operátoru zpětného posunutí, která je ospravedlnitelná a která umožňuje pomocí jedné proměnné predikovat druhou proměnnou

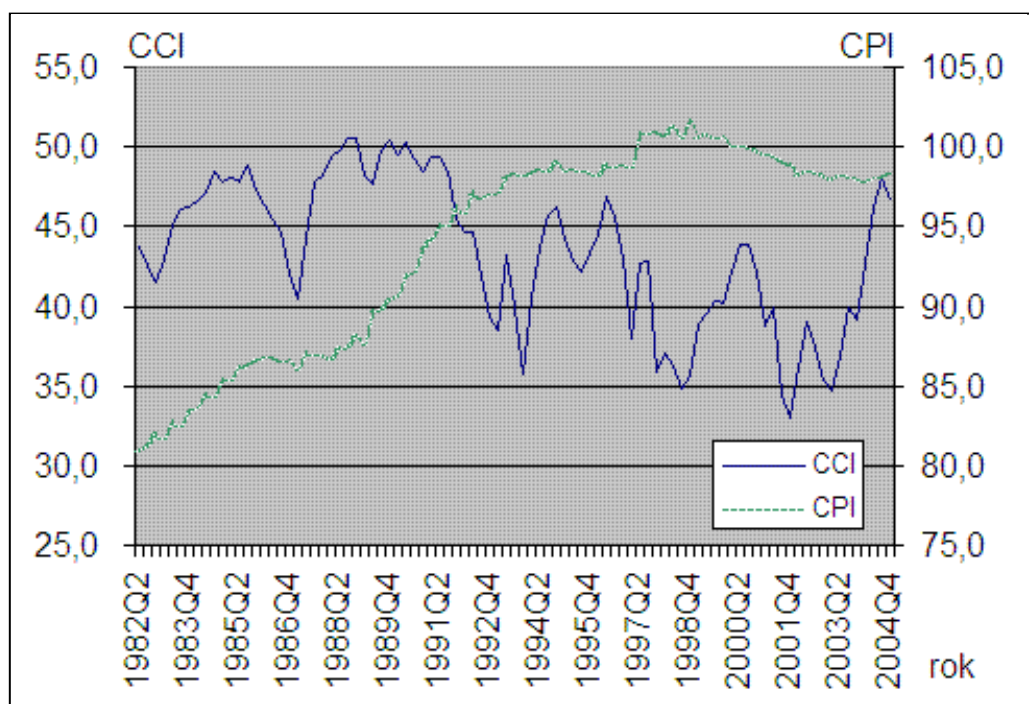
V Grangerově testu je testována hypotéza o tom, že parametry  $(\beta_1, \beta_p)$  jsou rovny nule, tedy:

$$\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_p = 0 \quad (12)$$

Testu Grangerovy kauzality byly podrobeny řady vývoje indexu spotřebitelských cen a indexu spotřebitelské důvěry, který publikuje Cabinet Office. Myšlenkou bylo, zda všeobecná důvěra spotřebitelů v budoucí vývoj se nemůže podílet na celkovém cenovém vývoji, ovšem byla testována i obrácená kauzalita, neboť není možné vyloučit, že spotřebitelská důvěra je ovlivněna vývojem cenové hladiny. Lze předpokládat, že pokud bude mezi oběma indexy nějaký vztah, pak bude operátor zpětného posunutí spíše krátkodobý, tj. maximální délka zpoždění bude 1 rok. Vývoj obou indexů od roku 1982 je zachycen na grafu 3.11.

<sup>53</sup> Hori a Shimizutani (2005), str. 14

Graf 3.11 – Vývoj indexu spotřebitelských cen a spotřebitelské důvěry (1982 – 2004)



Zdroj: International Financial Statistics  
ESRI, Cabinet Office

Výsledky testu Grangerovy kauzality jsou uvedeny v příloze B v tabulkách B.1.a – B.1.d. Z uvedených výsledků vyplývá, že v jednom z testovaných případů byla zamítnuta hypotéza o nulovém parametru  $\beta$  a to konkrétně pro případ, že index spotřebitelské důvěry neovlivňuje index spotřebitelských cen při zpoždění o jedno čtvrtletí. Obrácená kauzalita o vlivu indexu spotřebitelských cen na index spotřebitelské důvěry nebyla prokázána.

Výsledek vztahu indexu spotřebitelské důvěry a indexu spotřebitelských cen jsem se rozhodl ještě dále otestovat na užším souboru. Pokud totiž daný vztah platí na širším souboru, pak by měl platit i v rámci jeho výběru. Pro zpoždění o jedno čtvrtletí jsem tedy testoval i data indexu spotřebitelské důvěry a indexu spotřebitelských cen v rozmezí let 1990 (tj. od počátku hospodářských problémů Japonska) až 2005. Výsledek přináší tab. B.2 v příloze B. V tomto případě nebylo možné zamítnout hypotézu o tom, že index spotřebitelské důvěry neovlivňuje index spotřebitelských cen, což podstatně zeslabuje předchozí zjištění.

Závěrem však je, že po krizi 1997-1998 došlo ke značnému oslabení spotřeby, což podporuje studie zabývající koeficientem obezřetnosti u japonských domácností. Celkový sentiment japonských domácností ohledně budoucího vývoje pak mohl mít na základě zde provedeného Grangerova testu vliv na index spotřebitelských podmínek, i když takový vliv se nepodařilo jednoznačně prokázat.

### 3.4.3 Deflace jako možný důsledek technologického pokroku

Mírná deflace, která zasáhla japonskou ekonomiku na několik let, dala vzniknout názoru, že její příčinou by mohl být pozitivní nabídkový šok. S tímto názorem se nechal v prvních letech 21. století slyšet i bývalý guvernér Bank of Japan Hayami, který zmiňoval, že za takového předpokladu by konvenční cílování inflace nemuselo představovat vhodnou měnovou politiku. Tento názor byl sám o sobě dosti kontroverzní a vzbudil velkou vlnu diskuze a kritiky. Hayami však současně připouštěl, že vedle možného nabídkového šoku existuje také nedostatečná poptávka, která má vliv na úroveň cenové hladiny.

Možnosti vlivu technologického faktoru na vývoj hladiny spotřebitelských cen se věnoval Gary Saxonhouse (Saxonhouse (2005)), který zaměřil pozornost na měsíční cenové změny a především jejich distribuci vzhledem ke standardní odchylce, koeficientu šikmosti (udává, zda střední hodnota sledovaných pozorování je oproti normálnímu rozdělení vychýlena více vpravo či vlevo) a koeficientu špičatosti (udává, do jaké míry jsou pozorování soustředěna kolem střední hodnoty). Hlavním záměrem bylo posoudit, zda a do jaké míry se podílí šoky relativních cen na změně CPI. K tomu byla použita časová řada v rozsahu 30-ti let (1970-2000) celkem u 285 položek.

Saxonhouse zkoumal korelační koeficienty mezi distribucí změn cen a standardní odchylkou, koeficientem šikmosti a koeficientem špičatosti, které byly analyzovány za různá časová období. Dochází přitom ke zjištění specifické podoby distribuce změn relativních cen a že mezi střední hodnotou a standardní odchylkou, koeficientem šikmosti a koeficientem špičatosti existuje jistá míra korelace. Pokud by tyto korelace byly důsledkem technologické změny a nejsou jen odrazem krátkodobých pohybů, pak by podle něj uvedené korelace musely přetrvávat i v dlouhém horizontu. V další části se proto Saxonhouse zaměřil na zkoumání dlouhodobého vlivu zjištěných korelací.

Krátkodobý a dlouhodobý vztah mezi střední hodnotou a standardní odchylkou, koeficientem šikmosti a koeficientem špičatosti distribuce změn cen byly zkoumány na základě VAR modelu. Z výsledků došel Saxonhouse k závěru, že existuje pozitivní korelace mezi průměrnou změnou cen a koeficientem šikmosti, která přetrvává v dlouhém období. Dlouhodobý vztah však nebyl nalezen pro korelaci mezi koeficientem špičatosti a změnou cen.

Saxonhouse na základě výsledků analýzy dochází ke konstatování, že tyto výsledky "poskytují silný, i když ne jednoznačný, důkaz, že pozitivní krátkodobý vztah mezi změnou cen a koeficientem šikmosti a s menším významem také mezi změnou cen a standardní odchylkou přetrvává v dlouhém období. Při uvážení, že tyto vztahy přetrvávají v dlouhém období, naznačuje, že šoky odpovědné za krátkodobou změnu cen jsou často ve svém původu reálné a odrážejí technologickou změnu."<sup>54</sup>

---

<sup>54</sup> Saxonhouse (2005), str. 17

#### 3.4.4 Je japonská deflace dobrou nebo špatnou deflací?

Účelem předchozích tří kapitol bylo posoudit, které vlivy mohly zapříčinit japonskou deflaci, přičemž pozornost byla věnována měnové politice Bank of Japan, spotřebě japonských domácností a jejich spotřebitelskému sentimentu a jako poslední byla zmíněna možnost vlivu technologického pokroku.

Na základě zkonstruovaného indexu měnových podmínek je možné vyloučit, že by příliš utažená měnová politika Bank of Japan způsobila deflaci. Vývoj MCI zkonstruovaný pro období let 1985 až 2005 ukázal, že měnová politika byla od počátku 90. let 20. století postupně uvolňována, přičemž deflace se vyskytla po tomto období uvolňování. Navíc deflace měla tendenci se dále prohlubovat, i když měnové podmínky byly v tomto období ponechávány volné, resp. byly dále uvolňovány v podobě kvantitativního uvolňování. Na základě tohoto zjištění není proto možné uvažovat, že by vývoj v měnové oblasti stál za fenoménem japonské deflace.

Diskutabilní je možnost technologického pokroku, která by stála za japonskou deflací. Saxonhouse dochází ve své studii (Saxonhouse (2005)) k poznatku stručně presentovanému v předchozí kapitole (kap. 3.4.3), že distribuce změn cen a jejich korelace s koeficientem šikmosti jsou způsobeny technologickými změnami.

Proti závěru Saxonhouse ohledně vlivu technologických změn na cenovou úroveň Japonska stojí některé studie, které zkoumaly vývoj technologického pokroku v Japonsku na základě teorie reálného hospodářského cyklu. Stěžejní studií z této oblasti je studie Hayashiho a Prescottta (2002), která shledává jako hlavní důvod poklesu japonského hospodářství v 90. letech 20. století v nevysvětleném zastavení rozvoje japonské technologické úrovně. Podobný závěr přináší rovněž studie Miyagawy, Sakuragawy a Takizawy (2005), která se zabývala japonským reálným hospodářským cyklem v souvislosti s vývojem Solowova rezidua. Solowovo reziduum představuje vývoj produktivity celkových faktorů a odráží tak technologické změny. Miyagawa, Sakuragawa a Takizawa hledali vztah mezi vývojem japonského hospodářství a Solowovým reziduem. Jejich zjištěním je, že Solowovo reziduum se během zkoumaného období vyvíjelo procyklicky, tj. v období hospodářského růstu mělo tendenci růst, v období hospodářské recese klesat. Tento vývoj implikuje, že technologické změny (šoky) jsou hlavním faktorem změn Solowova rezidua. Jestliže došlo k poklesu Solowova rezidua během hospodářské recese Japonska v 90. letech, pak za tímto poklesem musí být negativní technologický šok.

Proti těmto studiím však na stranu druhou stojí studie Kawamota (2004), která se také věnuje japonské technologické úrovni. Kawamoto nedochází ke zjištění, že by se v letech 1990 a 1998 odehrál pokles v technologické úrovni Japonska a současně nevylučuje, že jeho zvýšení nemůže být naopak vyloučeno.

Hlavní faktor stojící za vznikem deflace je však třeba spatřovat v zastavení růstu spotřeby a současně jejím krátkodobém poklesu po předchozím dlouhodobém růstu. Ke

změně trendu došlo kolem roku 1998 a jeho důvodem je především hospodářská recese let 1997-1998, která byla dále zhoršena bankovní krizí.

Pro japonskou deflaci jsou charakteristická její poměrně nízká tempa cenového poklesu. Segment zboží se při tom na poklesu indexu spotřebitelských cen podílel více než segment služeb. Mezi největší poklesy jak v segmentu zboží, tak segmentu služeb byla odvětví, která byla vystavena deregulaci. V segmentu služeb se jednalo např. o odvětví dopravy a telekomunikací, v případě nevýrobního sektoru zboží se většinou jednalo o ten typ sektoru, který byl vystaven silné konkurenci ze zahraničí.

Z výše uvedeného je patrné, že v případě určení charakteru japonské deflace docházelo k souběhu několika různých faktorů. Část faktorů leží na straně agregátní nabídky (deregulace cen), část na straně agregátní poptávky. Přesto dominantním faktorem je zde pokles spotřeby japonských domácností v důsledku hospodářské a bankovní krize, zatímco vliv deregulace je spíše okrajovým. Na základě toho je třeba považovat japonskou deflaci za jednoznačně špatnou deflaci.

## **4 Deflace a konsekvence pro měnovou politiku**

### **4.1 Deflace v jednotlivých obdobích a vztah k depresi**

2. a 3. kapitola poskytly několik příkladů z historie i poměrně nedávné minulosti, ve kterých deflace byla více či méně významným charakteristickým rysem v ekonomice. Při srovnání četnosti jednotlivých výskytů období deflace je patrné, že deflace byla všednějším jevem v období zlatého standardu než tomu bylo v období počínaje polovinou 30. let 20. století po opuštění kovového krytí peněz. Toto konstatování by mohlo svádět k implikaci, že s kovovým krytím peněz je nutně spojeno vyšší riziko poklesu cenové hladiny, ovšem takový závěr by byl chybným. Deflace z konce 19. století je spojována především s technologickým rozvojem, který znamenal velký impuls pro rozvoj světového hospodářství. Elektrifikace a rozvoj v oblasti železniční dopravy představovaly důležitý faktor pro pokles cen. Navíc základní komodity a zemědělské produkty měly větší vliv na vývoj všeobecné cenové hladiny, neboť sektor služeb nebyl tak rozvinutý a nepředstavoval tak významný podíl na HDP jako je tomu dnes. Obecně je však zlatý standard v tomto období a závazek udržovat zlatou paritu přijímán jako významná nominální kotva, která umožňovala pevně držet očekávání o vývoji budoucí cenové hladiny.

Deflace po 1. světové válce měla proti konci 19. století odlišný charakter. Deflace měla úzkou vazbu na fungování zlatého standardu a především podkopání kredibility nominální kotvy zlatého standardu v období 1. světové války, kdy byl zlatý standard ve většině zemí odvolán kvůli ochraně zlatých rezerv před odlivem do zahraničí. Financování válečných výdajů v podobě nekryté emise peněz se nutně odrazilo v rostoucí cenové hladině. S koncem 1. světové války převládlo všeobecné přání obnovy zlatého standardu, který před 1. světovou válkou měl významný podíl na fungování mezinárodního obchodu.

Kritickým bodem snahy o obnovu zlatého standardu byly zlaté parity mezi jednotlivými státy na předválečné úrovni. To vyvolalo tlak na posilování vnitřní hodnoty národních peněžních jednotek, který byl umocněn rostoucí poptávkou po zlatě z důvodu tvorby příslušných zlatých rezerv. V ekonomickém systému tak vznikala nerovnováha, která musela vést dříve či později ke korekci. Impulsem pro tuto korekci se stalo zvýšení základní sazby FEDu, na což reagoval do té doby prudce rostoucí akciový trh zhroucením cen, resp. prasknutím cenové bubliny a americká ekonomika a řada dalších světových ekonomik se ocitlo ve vážné hospodářské recesi a hluboké deflaci. Výsledkem bylo opuštění měnového systému zlatého standardu, což následně vedlo k rychlému oživení v jednotlivých zemích.

Velká hospodářská krize v souvislosti s jejími negativními projevy ovlivnila myšlení řady ekonomů na mnoho dalších desetiletí. Významný vliv představovalo Keynesovo učení, které akcentovalo roli státu v oblasti výdajů do ekonomiky, neboť panovala všeobecná víra, že stát svými cílenými výdaji a investicemi dokáže efektivně řídit „neviditelnou ruku trhu“ a zabrání tím tržním selháním. V rámci této filozofie státních výdajů se skutečně zdálo, že deflace již není více problémem pro jednotlivé ekonomiky, avšak za cenu vyšších temp inflace, která byla charakteristická především pro 70. a 80. léta 20. století. Pokles meziročních temp inflace na počátku 90. let 20. století přiblížil řadu světových ekonomických mocností k problematice deflace, která je stále vnímána především v souvislosti s trpkou historickou zkušeností deflace během Velké hospodářské krize a jejími vysokými společenskými náklady zejména v podobě vysoké nezaměstnanosti a propadu hospodářského produktu. Tyto obavy nabraly na intenzitě, když se několik zemí v čele s Japonskem ocitlo v situaci klesající cenové hladiny.

Bylo by však omylem nahlížet na deflaci prismatem Velké hospodářské krize. Toto prisma a priori uvažuje o spojení mezi deflací a depresí, resp. že deflace má za následek propad hospodářského produktu. V předchozích kapitolách byly prezentovány příklady, ve kterých spojení deflace s depresí zcela neplatilo, přičemž pro tuto chvíli odhlížím od příkladů tzv. dobré deflace, která je výsledkem technologického pokroku a deflace je zde doprovázena hospodářskou konjunkturou. Příkladem z posledních let může být např. Hongkong nebo Makao, kde se období deflace krylo převážně s obdobím hospodářské recese (nízký hospodářský růst) či obdobím hospodářské konjunktury.

Detailně se vztahu deflace a deprese věnovali Andrew Atkeson a Patrick J. Kehoe (2004), kteří hledali empirické spojení mezi těmito dvěmi negativními ekonomickými jevy. Atkeson a Kehoe zkoumali na datech 17 zemí<sup>55</sup>, jak těsná je vazba mezi výskytem deflace a výskytem deprese. Tuto vazbu našli, ovšem pouze pro období Velké hospodářské krize v letech 1929-34, pro ostatní období se taková vazba nepotvrdila. Podle jejich zjištění prodělalo v období 1929-34 deflací všech 16 zemí (Chile nebylo v tomto vzorku uvedeno

---

<sup>55</sup> Data se týkala období do r. 2000 a ve zkoumaném vzorku byly zahrnuty následující země (s počátkem zkoumaných dat v závorce): Argentina (1885), Austrálie (1862), Brazílie (1861), Dánsko (1871), Francie (1820), Chile (1908), Itálie (1867), Japonsko (1885), Kanada (1870), Německo (1830), Nizozemsko (1900), Norsko (1865), Portugalsko (1833), Spojené státy (1820), Španělsko (1849), Švédsko (1861) a Velká Británie (1870)

pro chybějící data za hospodářský produkt), z čehož deflaci a depresi měla polovina zemí (8 zemí) a 8 zemí mělo deflaci, ale ne depresi. Na základě regrese růstu produktu a míry inflace určili sklon výsledné regresní přímky na úrovni 0,4, což implikuje vztah, že jednocentní snížení míry inflace je spojeno se snížením růstu o 0,4 procentního bodu.

V případě celého vzorku pozorování identifikovali dohromady 73 období deflací a 29 období depresí, přičemž u 65 ze 73 pozorování období deflací nebyla pozorována deprese a deflace byla pozorována u 8 z 29 období deprese. Z toho vyplývá, že velká většina období deflace nebyla spojena s hospodářskou depresí. Vzhledem k tomu, že 2. polovina 20. století byla velice chudá na období výskytu deflace, je zřejmé, že většina období deflace bez hospodářské deprese pochází z období zlatého standardu.<sup>56</sup> Atkeson a Kehoe dospívají na základě své analýzy k závěru, že „...deflace nesouvisí úzce s depresí. Široký historický pohled nachází mnohem více období deflace s přiměřeným růstem než s depresí a mnohem více období depresí s inflací než deflací. Celkově data ukazují prakticky žádnou spojitost mezi deflací a depresí.“<sup>57</sup>

## **4.2 Faktory působící na pokles cenové hladiny na přelomu 20. a 21. století**

Kapitola 2.2.3 a celá kapitola 3 byly věnovány nedávným případům deflace, která se stala tématem přibližně v polovině 90. let 20. století v zemích jako je Čína či Japonsko a na konci 90. let 20. století a počátku 21. století zasáhla několik zemí jihovýchodní Asie a také Argentinu. Deflace byla v jednotlivých zemích různě silná s různou délkou trvání, přičemž jednotlivé země se nacházely v různých fázích hospodářského cyklu. Při použití členění na dobrou a špatnou deflaci z 1. kapitoly je možno konstatovat, že se během tohoto období uplatnily oba typy deflace. Čína je příkladem dobré deflace, u které rozvoj hospodářství, technologické inovace a postupné intenzivnější začleňování do mezinárodního obchodu představovaly hlavní faktory, které se podílely na poklesu všeobecné cenové hladiny. V případě špatné deflace je možno mluvit o zkušenosti Japonska a Argentiny, zatímco případ ostatních ekonomik jako je Hongkong, Makao, Tchaj-wan a Singapur není tak jednoznačný a je diskutován níže.

Čína se svou rozlohou a množstvím obyvatel představuje významného světového hráče a dokud Čína byla součástí zemí sovětského bloku, nebyl její význam z pohledu hrubého domácího produktu tak velký a ve vztahu k mezinárodnímu obchodu šlo o uzavřenou ekonomiku. Jakmile však došlo k rozpadu sovětského bloku, zrychlila Čína v roce 1992 svou transformaci z řízené ekonomiky na více tržně orientovanou. Čína

---

<sup>56</sup> Zkoumaná data jsou omezena rokem 2000 a vzorkem vybraných 17 zemí, tudíž neobsahují některá deflační období z konce 90. let 20. století jako např. Čína, Hongkong, Makao aj. Výsledek výzkumu prezentovaný Atkesonem a Kehoem by však po začlenění těchto deflačních období do zkoumaného vzorku nebyl výrazně změněn, neboť v těchto ekonomikách převažoval rovněž výskyt období deflace bez hospodářské deprese.

<sup>57</sup> Atkeson a Kehoe (2004), str. 6

zesílila své obchodní a investiční vztahy se zbytkem světa, což se odrazilo zásadním dopadem na globální ekonomiku.

Čína se vždy mohla a v budoucnu bude moci opřít o obrovskou masu levné pracovní síly, na které byl vybudován její dosavadní úspěch. Náklady na pracovní sílu jsou zde tak nízké, že západní společnosti přesouvající do Číny výrobu za účelem zvýšení své konkurenceschopnosti, často vůbec neuvažují položku náklady na práci při nákladových kalkulacích na své výrobky. Jinými slovy náklady na materiál, logistiku, marketing aj. představují daleko významnější složku v celkové prodejní ceně výrobku. Potenciál lidské pracovní síly je v Číně téměř bezbřehý, a tak do Číny začaly přesouvat výrobu postupně další firmy. Hlavním motivem tohoto přesunu je především snížení nákladů a zatraktivnění ceny výrobků na vysoce konkurenčních západních trzích. Vedle toho nově se utvářející čínský trh poskytuje příležitost získat podíl na tomto trhu. Produkty vyráběné v Číně jsou určeny především na export a logickým důsledkem tohoto rostoucího exportu produktů s vysokým poměrem intenzity práce je vliv na snižování globální ceny.

Vliv rostoucí čínské ekonomiky se neprojevil pouze na poklesu světových cen zboží vyráběného v Číně, ale zapříčinil také růst cen hlavních čínských importů, kterými jsou především základní suroviny, zemědělské výrobky a kapitálově a technologicky náročné výrobky. Markantní je tento vliv u základních surovin zejména po roce 2002, kdy se začíná dramaticky zvedat cena ropy ve spojitosti s rostoucí poptávkou Číny v důsledku rozvoje automobilového průmyslu. Růst cen zaznamenaly i komodity jako je měď, železo, ocel, cement aj. Jejich poptávka je dána rozvojem čínského stavebnictví, které se podílí na realizaci nových developerských projektů.<sup>58</sup> Navíc silný ekonomický vývoj založený na rostoucím objemu exportu znamená rovněž rostoucí kupní sílu čínských obyvatel, s čímž je spojena jejich rostoucí soukromá spotřeba, která dále podněcuje poptávku a růst globálních cen základních surovin a zemědělských produktů.

Rostoucí ekonomika Číny tak představuje významný vliv na světovou ekonomiku. Ceny čínského exportu vytvářejí tlak na pokles světových cen, zatímco na straně druhé dochází k růstu cen vstupů (importů), které Čína poptává na světovém trhu. Protože export představuje většinou zboží konečné spotřeby a importovány jsou převážně základní suroviny, meziprodukty, zemědělské produkty a v menší míře strojírenské produkty, vytváří Čína velké obchodní přebytky. Tyto obchodní přebytky fakticky odrážejí skutečnost, že větší váha v otázce vývoje cen je na straně exportů, čímž v průměru převažuje tlak na pokles cen nad tlakem na jejich vzestup.

Vliv klesajících cen čínských exportů se zákonitě projevil u ekonomik, kterou jsou do velké míry závislé na importu z Číny. Jedná se o Hongkong a Makao, které byly v nedávné minulosti navráceny zpět Číně. Tyto ekonomiky představují vyspělá střediska obchodu, která přes svou malou rozlohu a vysoký počet obyvatel jsou především závislá na importech potravin. Navrácení zpět Číně znamenalo zintenzivnění vztahů se sousedními

---

<sup>58</sup> V nedávné době došlo např. k dostavění vodní přehrady Tři soutěsky a Čína se rovněž připravuje na pořádání Olympijských her v roce 2008, což s sebou přináší řadu stavebních příprav.



čínskými provinciemi a zvýšení nákupů v těchto čínských provinciích. Rozdílná vyspělost Hongkongu a Makaa ve srovnání s Čínou a trend poklesu cen čínského zboží na přelomu 20. a 21. stol. měly za následek tlak na snižování cenové hladiny jak v Hongkongu, tak Makaa.

Pokles cen importů do Hongkongu, který je dokumentován v tab. 2.10 na str. 55, není jediným hlavním důvodem. Prasknutí cenové bubliny na trhu nemovitostí vedlo k poklesu nákladů cen bydlení, které tvoří významnou položku indexu spotřebitelských cen. Celkově klesl index bydlení o přibližně 20 %, což při relativní váze 30 % v indexu spotřebitelských cen představuje dopad do celkového snížení cen z jedné poloviny. Na poklesu cen nemovitostí se podepsala rovněž klesající poptávka obyvatel Hongkongu z důvodu přesunu zájmu do sousední provincie. Stále častěji se zde totiž uplatňuje trend, kdy obyvatelé Hongkongu si kupují rezidenční objekty v nedalekých čínských regionech sousedících s Hongkongem, kam se stěhují z důvodu celkově nižších nákladů nebo které využívají pro své víkendové pobyty.

Hlavní položky podepisující se na pokles indexu spotřebitelských cen Makaa byly do velké míry stejné jako v případě Hongkongu. Pokles cen nemovitostí a mnohem větší ekonomická interakce se sousední čínskou provincií Zhuhai se odrazily v poklesu nákladů bydlení. To při velké relativní váze položky bydlení v CPI Makaa představovalo velký příspěvek k poklesu všeobecné cenové hladiny. Interní faktor poklesu cen bydlení byl doplněn externími faktory vyplývajícími z obchodního styku s Čínou. Jak již bylo zmíněno výše, Makao je závislé na importu potravin, jejichž ceny v tomto období byly na klesající trajektorii. Váha potravin v indexu spotřebitelských cen Makaa však není tolik významná jako položka oblečení a obuvi, u které došlo k poklesu cen celkem o 32 %. V případě Makaa tak tyto 3 položky s celkovou vahou v CPI ve výši 2/3 byly odpovědné za 4/5 poklesu cenové hladiny. Obchod s Čínou, který tvoří 40 % celkového obchodu a zintenzivňování ekonomických vazeb mezi Makaem a Čínou jsou proto identifikovány jako hlavní faktory deflace, resp. poklesu cen.

Ekonomický rozvoj Číny měl svou zásluhu na poklesu indexu spotřebitelských cen rovněž v případě Tchaj-wanu přes pokles importních cen. Rozvoj Číny však ovlivnil cenovou hladinu i v jiném ohledu než pouze přes zmiňovaný kanál. Úspěch Tchaj-wanu byl založen především na rozvoji v oblasti elektroniky, která je hlavním exportním artiklem. Hospodářský rozvoj Číny, stoupající rozvoj elektronického průmyslu v Číně a velké množství levné pracovní síly přilákaly do Číny rovněž tchajwanské investice a řada tchajwanských společností začala s ohledem na blízkou kulturní příbuznost s Čínou přesouvat sídla za svými investicemi. Tento trend vyvolal pokles cen na realitním trhu, neboť nabídka kancelářských prostor převýšila aktuální poptávku.

Druhá role vlivu odvětví elektroniky a IT průmyslu na tchajwanskou deflaci byla sehrána na kapitálovém trhu, který patří na Tchaj-wanu k těm ve světě rozvinutějším. Velká část tchajwanských firem zaměřujících se na elektroniku a IT je kotována na místní burze. Konec 90. let 20. století byl ve znamení optimistických očekávání ohledně vývoje

internetu, komunikací a IT průmyslu, což mělo za následek prudký vzrůst cen akcií těchto firem. Poté, co praskla cenová bublina na konci roku 2000, došlo k propadu cen vlivem obrovského přebytku kapacit tohoto odvětví. Splasknutí bubliny způsobilo pokles cen akcií a snížení bohatství jejich držitelů. Řada firem v tomto odvětví zkrachovala, což vedlo na Tchaj-wanu v roce 2001 k propadu HDP a růstu nezaměstnanosti. Pokles spotřeby a investic vlivem prasknutí internetové cenové bubliny vedl k tlaku na pokles cen nejen na Tchaj-wanu, ale byl všeobecně významným faktorem poklesu světových cen.

Vliv Číny na Hongkong, Makao a Tchaj-wan by se dal charakterizovat tím, že Čína exportovala do okolních ekonomik svou deflaci, která byla vyvolána zvýšením světové poptávky po jejím zboží, což umožnilo snížení marží na čínských výrobcích při rostoucím zisku. Přesun poptávky směrem k Číně je mnohem intenzivnější v případě blízkých sousedů, kde hrají velkou roli regionální vazby. Mezi faktory rostoucí poptávky po čínském zboží patří všeobecně nižší cenová hladina, ekonomická integrace Hongkongu a Makaa se sousedními čínskými regiony a velkým množstvím levné pracovní síly v Číně. Tyto faktory oslabily poptávku po domácím zboží a v souvislosti s levnějším čínským importem a vyšší konkurencí vytvořily tlak na pokles cenové hladiny v rámci ekonomického vyrovnávání a hledání rovnovážného stavu.

Tato situace je do značné míry podobná situaci v Evropské unii na počátku 21. století. Vývoj cenové hladiny v Německu tehdy poklesl k hodnotám mezi 0,5 – 1 %. S nízkou inflací a se slabším výkonem ekonomiky panovaly obavy ohledně možnosti dalšího poklesu cen, který by mohl přerůst v deflaci. Ceny na německém akciovém trhu oslabily v období 2001 – 2002 o 40 %, ceny nemovitostí ztratily rovněž část ze své hodnoty, což se s ekonomikou pohybující se pod potenciálním produktem podepisovalo na oslabující domácí poptávce. Obavy z možného deflačního vývoje byly zvyšovány i s ohledem na fungování Paktu stability a růstu a faktu, že měnová politika eurozóny byla podřízována výkonu v celé eurozóně. Zde převládal pohled, že inflační tlaky nebyly stále dostatečně kontrolovány, a tak v případě Německa byla měnová politika možná příliš kontrakční, zatímco v jiných částech eurozóny byla reálná úroková míra negativní. Možnosti německé fiskální politiky na podporu agregátní poptávky byly navíc utlumeny stavem fiskálních rozpočtů. Běžný deficit byl totiž nad hranicí 3 % HDP a pro krátké období byla stanovena prioritou na jeho konsolidaci a splnění Maastrichtského kritéria.

Případ Německa naráží ve své podstatě na problematiku společné měny eura a fungování optimální měnové zóny. Podle autora teorie optimální měnové zóny Roberta Mundella může společná měna bezproblémově fungovat, pokud jednotlivé části zóny představují homogenní ekonomiky. Pokud tak tomu není a jde o heterogenní ekonomiky, potom jejich integrace bude doprovázena na jedné straně vyšší inflací a na straně druhé vyšší nezaměstnaností. Německo jako jedna z nejsilnějších ekonomik Evropy doplácí na tuto integraci z pozice vyšší nezaměstnanosti. Jeho rozpočet je vystaven tlaku na transfer prostředků vytvořených německou ekonomikou jednak v rámci své ekonomiky, kdy řada fondů směřuje do bývalého Východního Německa na rozvoj hospodářství, jednak v rámci Evropské unie, kde vystupuje jako čistý příspěvce na podporu rozvoje méně rozvinutých

členů. Tyto transfery představují odliv kapitálu v rámci redistribuce bohatství mezi jednotlivými ekonomikami, což v případě příjemců těchto transferů vyvolává tlak na růst cen, naopak v případě Německa tlak na růst nezaměstnanosti. V situaci hospodářské recese je přirozeným vyrovnávacím procesem ve vztahu k zahraničním ekonomikám deprecie národní měny. Přijetím eura však takový mechanismus není pro Německo možný, což má za následek prodloužení recese a tlak na pokles cen.

U heterogenních ekonomik by odlišný vývoj nejlépe zohlednil pohyblivý kurz, což v případě eura není samozřejmě možné, a tak se odráží v tlaku na pohyb cenové hladiny. Vliv fixního měnového kurzu představuje rovněž důležitou roli u deflace v Číně, Hongkongu a Makau. Hongkong a Makao udržují currency board, ve kterém hongkongský dolar je pevně svázán s americkým dolarem a měnová jednotka Makaa pataka je pevně svázána s hongkongským dolarem a odtud de facto s americkým dolarem. Čínská politika pevného a podhodnoceného juanu podpořila růst exportu čínského zboží a je hlavním faktorem vytváření významného obchodního přebytku. Na druhé straně však vytváří tlak na obchodní deficit u jejích obchodních partnerů (to je příklad Spojených států, které se stávají důležitou destinací čínského exportu). Logickým důsledkem rostoucího obchodního přebytku Číny je požadavek na apreciaci juanu. Čína sice přešla pod vlivem mezinárodního ohlasu z pevného měnového systému na režim řízeného floatingu, ovšem s tím spojená apreciacie juanu o 2,3 % byla spíše vnímána jako symbolická. Čínská centrální banka nechala v dubnu 2006 prvně apreciovat juan pod hodnotu 8,0 juanu za americký dolar, ovšem jedná se spíše pořád jen o další kosmetickou úpravu měnového kurzu, který by unesl podstatně větší rozsah apreciacie.

Naproti tomu hongkongský currency board vykazuje znaky nadhodnocení hongkongského dolaru. Ten byl v roce 1983 pro účely posílení jeho kredibility pevně zafixován vůči americkému dolaru na úrovni 7,8 HKD/USD, která v čase představení currency boardu znamenala podhodnocení vůči americkému dolaru, ale s vyšší inflací hongkongské ekonomiky v průběhu 80. a 90. let byl tento polštář postupně spotřebováván, až byl zcela vyčerpán. Tlak na znehodnocení hongkongského dolaru přišel při asijské finanční krizi, která znamenala útěk finančních investorů z regionu jihovýchodní Asie a vynucenou devalvaci řady místních měn. Hongkong se však rozhodl ubránit svůj currency board proti několika spekulacím vlnám očekávající oslabení hongkongského dolaru, ovšem díky silné finanční pozici v podobě objemu devizových rezerv byl currency board úspěšně uhájen. Oslabení ostatních lokálních měn proti hongkongskému dolaru znevýhodnilo postavení Hongkongu ve vztahu k mezinárodní konkurenci a zvýšilo prostor pro pokles cen importů. Je zřejmé, že výhodou pevných kurzů v případě malých otevřených ekonomik je stabilizace podmínek mezinárodního obchodu proti negativním šokům velkých kurzových pohybů, současně však jejich přílišná rigidita brání žádoucímu ekonomickému přizpůsobování. Pokud nemůže (nebo je bráněno) ekonomickému přizpůsobení přes kanál měnového kurzu, roste tlak na přizpůsobení přes pokles cenové hladiny.

Takovým případem je i zkušenost Argentiny, která byla popsána v kap. 2.2.3.1. Currency board byl v Argentině představen z důvodu zabránění opakování hyperinflace na konci 80. let minulého století, ovšem s pevným navázáním pesa na americký dolar v poměru 1:1 nebyly respektovány odlišné charakteristiky jednotlivých ekonomik. Argentinské peso se vlivem zhodnocování amerického dolaru proti ostatním měnám stávalo postupně více a více nadhodnocené, což bylo ještě umocněno Brazílskou krizí v roce 1999 a devalvací brazilského realu. Silně nadhodnocené argentinské peso zhoršovalo ekonomické postavení Argentiny v mezinárodním obchodě a podkopávalo růst hospodářství. Východiskem z této situace by byla bezesporu úprava poměru argentinského pesa k americkému dolaru, ovšem toto řešení bylo dlouho zablokováno kvůli dolarizaci ekonomiky a především neobchodovatelného sektoru, která probíhala v letech fungování currency boardu.

V situaci, kdy nemůže dojít k přizpůsobení do rovnovážného stavu přes měnový kurz a úpravu vnější kupní síly, nastává přizpůsobení přes vnitřní cenovou hladinu. Pro daný kurz jsou totiž ceny příliš vysoké než by odpovídalo rovnovážnému stavu, a tak bude přizpůsobení probíhat přes pokles cenové hladiny, který zajistí rovnovážnou relaci mezi vnitřní a vnější kupní silou.

Ze zkušenosti Argentiny je dobře patrné, že pevné stanovení měnového kurzu povede při významném odchýlení od rovnovážné hodnoty k deflaci. Hongkong byl se svým currency boardem vystaven obdobnému, i když ne tak vážnému problému. Celková finanční situace země však umožnila udržet nezměněnou hodnotu hongkongského dolaru a vývoj v následujících letech prokázal udržitelnost tohoto stavu bez nutnosti devalvace. Hlavním zdrojem poklesu hongkongské cenové hladiny tak byl přesun poptávky za levnějším dováženým zbožím, který byl podpořen udržováním nezměněného poměru hongkongského a amerického dolaru. Je patrné, že devalvace v rozvířené atmosféře asijské finanční krize by do určité míry vyřešila pokles cen importů a negativní dopad do cenové hladiny Hongkongu. Obdobná implikace platí samozřejmě i v případě Makaa.

### **4.3 Deflace či změna relativních cen?**

Zkušenosti s deflací Hongkongu, Makaa, Tchaj-wanu a Singapuru ukazují, že pokles indexu spotřebitelských cen souvisí do velké míry s poklesem cen importů. Příklad Hongkongu je názorným příkladem toho, jak tři položky s velkou vahou v indexu spotřebitelských cen se podílely ze 4/5 na jeho celkovém poklesu. Zde vyvstává otázka, do jaké míry je možno takový vývoj považovat za deflaci, která je ve zjednodušené formě definována jako všeobecný pokles cenové hladiny, s důrazem na slově všeobecný.

Je patrné, že pokud jednotlivé položky indexu spotřebitelských cen nevykazují žádnou nebo jen velice nepatrnou cenovou změnu a jedna položka CPI s vyšší vahou vykáže pokles, pak její pokles může velice snadno stáhnout celý index spotřebitelských cen do negativního teritoria vývoje. Informace, kterou pak podává CPI je zkreslující, neboť říká, že v průměru došlo k poklesu všeobecné cenové hladiny. Správnou interpretací by

zde mělo být, že dochází ke změně relativních cen mezi jednotlivými položkami. Tato situace je obdobná se situací dobré deflace, při které pokles cen v důsledku rozvoje technologií, které umožňují snižovat finální cenu, představuje ve svém důsledku také změnu relativních cen proti zboží, které stojí mimo pozitivní dopad těchto nových technologií.

V 1. kapitole jsem uvedl definici deflace podle Z. Revendy, který za deflaci považuje dlouhodobý nepřetržitý pokles cenové hladiny v důsledku nedostatečné emise peněz, čímž dochází k růstu kupní síly peněz. Takový proces předpokládá, že cenová hladina klesá u všech zboží a služeb přibližně ve stejné výši a nedochází při něm k významnějším pohybům v relativních cenách. Aby mohla být změna cenové hladiny označena za deflaci, je k tomu tedy zapotřebí kontrakční měnové politiky. Z tohoto pohledu změny v CPI asijských ekonomik odráží především přizpůsobení v relativních cenách než všeobecnou cenovou deflaci. Termín deflace bývá v tomto případě mylně používán a zaměňován s dopady změn relativních cen při velmi nízké inflaci.

Při kontrakční měnové politice dochází ke snižování nabídky peněz, což se při nezměněné poptávce po penězích projeví v převisu poptávky po penězích a povede k rostoucí úrokové míře, která vyjadřuje zvýšenou hodnotu držby peněz. V příloze C jsou uvedeny grafy vývoje úrokové míry v Argentíně, Číně, Hongkongu, Makau, Japonsku a Singapuru. K prudkému zvýšení úrokové míry, které předchází období negativního vývoje cenové hladiny, dochází v Hongkongu, Makau a Singapuru. Zvýšení úrokové míry v těchto zemích je sice znakem kontrakční politiky, tato politika však souvisí s asijskou finanční krizí, kdy se jednotlivé země snažily více či méně úspěšně bránit spekulacím na znehodnocení jejich domácí měny. Kontrakční politika zde nebyla udržována po kriticky dlouhou dobu a úrokové míry se zpravidla velice rychle vracely na svou normální úroveň.

Negativní vývoj cenového indexu bývá většinou nahlížen přes obavu z možného negativního cenového vývoje a roztočení deflační spirály. V takové situaci bývá totiž předpokládáno, že spotřebitelé odloží svou spotřebu na pozdější období, ve kterém bude cena daného zboží či služby nižší. Samotný negativní vývoj cenové hladiny však ještě nevytváří předpoklad pro roztočení deflační spirály. Obecně panuje mezi spotřebiteli preference současné spotřeby před budoucí.<sup>59</sup> Stimulem pro odložení spotřeby je spíše negativní výhled spotřebitelů a nejistota budoucího vývoje, což souvisí s výkonem a celkovou ekonomickou situací jednotlivé země. Deflační spirála může vzniknout pouze, pokud je současně validována měnovou politikou, která v tomto případě musí být kontrakční.

Pokud bych aplikoval výše zmíněný náhled ohledně deflace a změny relativních cen, pak z příkladů poklesů cenové hladiny z přelomu 20. a 21. století bych označil pojmem deflace asi pouze zkušenost Argentiny, kde nevhodně koncipovaný currency board vedl k deflačnímu vývoji. Svízelná ekonomická situace Japonska odstartovaná propadem cen

<sup>59</sup> Pokud si za zjednodušený příklad vezmeme počítačový průmysl, ve kterém dochází k pravidelnému poklesu cen za současné rostoucí kvality a výkonu, pak málokdo z nás bude odkládat do budoucna koupit počítače, tiskárny, scanneru aj. jen proto, že v budoucnu budou k dostání levněji.

aktiv na akciovém trhu a trhu nemovitostí je sice vážným ekonomickým problémem, ovšem měnová politika zde nebyla (kromě 80. let minulého století) výrazně kontrakční. Tlak na pokles cenové hladiny byl zde spíše vyvolán negativním vnímáním obyvatel ohledně budoucího ekonomického vývoje a snížením spotřeby v souvislosti s bezprostřední bankovní krizí let 1997-98 a vlivem deregulace některých cen, jak o tom bylo pojednáno ve 3. kapitole.

#### 4.4 Deflace a optimální měnová politika

M. Friedman kdysi slavně prohlásil, že „inlace je vždy a všude monetárním jevem“. V souvislosti s deflací bývá jeho výrok často parafrázován do podoby „deflace je vždy a všude monetárním jevem“, který předurčuje, že důvody deflace leží stejně jako v případě inflace v měnové politice a nástroje, kterými lze deflaci překonat, je třeba taktéž hledat v měnové politice. Jestliže dojde k poklesu cenové hladiny, pak měnová politika by měla všemi prostředky zajistit návrat cenového vývoje do pozitivního teritoria, neboť posláním centrální banky je udržovat stabilní cenovou hladinu.

Za základní politiku k návratu cenového růstu je proto považováno kvantitativní uvolňování měnové politiky. Redukce úrokových měr a kvantitativní uvolňování jsou stejným výrazem pro měnové uvolňování, pouze z různého úhlu pohledu. Kvantita nemůže být zvýšena, aniž by úrokové míry zůstaly konstantní a úroková míra nemůže být snížena, aniž by kvantita zůstala konstantní. Z tohoto pohledu jsou úroková míra a peněžní kvantita neoddělitelné. Možnost této politiky spočívá v tom, že centrální banka umožní vyšší míru růstu měnové báze.

Kvantitativní uvolňování měnové politiky bylo dlouho považováno za univerzální řešení, které vyřeší tlak na pokles cenové hladiny. V souvislosti s koncem 90. let 20. století a zkušeností Japonska, které se přes úrokové sazby blízké nulovým hodnotám nemohlo vymanit z klesající cenové hladiny, začaly být vyvíjeny nové (netradiční/nekonvenční) koncepce pro měnovou politiku, které by vyřešily problém deflace a pasti likvidity japonské ekonomiky. K těmto nástrojům se řadí např. návrhy na nekonvenční operace na volném trhu spočívající v nákupech zahraničních a dlouhodobých cenných papírů či např. cílování cenové hladiny.

Lars E.O. Svensson představil ve své studii (Svensson (2003)) tzv. „zaručenou metodu“<sup>60</sup> pro překonání pasti likvidity a deflace. Její podstata spočívá v postupné implementaci 3 kroků. Za prvé, oznámení pozitivního cíle cenové hladiny začínající nad současnou cenovou hladinou o cenový rozdíl, který nebude pro další období odvolán. Druhým krokem tohoto konceptu je znehodnocení a crawling peg měny a v posledním kroku je důležité stanovit po dosažení určeného cíle cenové hladiny tzv. únikovou strategii v podobě opuštění pegu ve prospěch cílování inflace nebo cenové hladiny tak, aby se měnová politika vrátila ke svému normálnímu výkonu. Měnové znehodnocení a crawling

---

<sup>60</sup> v anglickém originále „foolproof way“

peg představují podle Svenssona jedinečný způsob umožňující centrální bance provést konkrétní a kredibilní čin, který demonstruje závazek centrální banky k vyšší budoucí cenové hladině, současně ustanovuje kredibilitu pegu, indukují očekávání soukromého sektoru o vyšší budoucí cenové hladině a stimuluje ekonomiku ke snížení reálné úrokové míry. Navíc měnový kurz je v takové situaci jedinečným prostředkem v poskytnutí relativně přímého ukazatele očekávání soukromého sektoru o budoucí cenové hladině.

Pojetí měnové politiky vycházející z předchozího uvedeného citátu M. Friedmana předpokládá, že pro zachování stabilní cenové hladiny by mělo být množství peněz kontinuálně zvyšováno při stálém tempu. Pokud dojde k poklesu cenové hladiny do negativního teritoria, pak tento pokles je a priori špatný a měnová politika by měla reagovat uvolněním. Sám M. Friedman se však později přiznal, že jeho náhled na deflaci doznal obratu a ideálním stavem pro ekonomiku nemusí být nutně stabilní cenová hladina za postupného růstu množství peněz ve stálé výši 4-5% (odhad M. Friedmana pro ekonomiku Spojených států), ale optimální politikou by naopak bylo, kdyby absolutní množství peněz zůstalo konstantní a cenová hladina by klesala tempem ve výši 4-5%. Klesající cenová hladina by umožnila lepší distribuci ekonomikou vytvořeného bohatství a to i mezi jedince, kteří jsou závislí na výplatě různých dávek.

Deflace (zde v širším pojetí jako pokles indexu spotřebitelských cen) je představiteli měnové politiky vnímána jako vždy škodlivý a nežádoucí vývoj cenové hladiny. Důvodem jejich přesvědčení je, že deflace je nespravedlivá k dlužníkům, neboť nahodile zvyšuje reálnou hodnotu jejich dluhu, že jejím důsledkem je pokles hospodářství a rostoucí nezaměstnanost, kterým je naopak možno se vyhnout pomocí stabilní nebo velmi pomalu rostoucí cenové hladiny. Dalším důvodem negativní percepce deflace je obava před uměle vysokou reálnou úrokovou mírou z důvodu nominálního nulového omezení úrokové míry, která se stává překážkou ekonomické aktivity. Tyto obavy však ztrácí na své intenzitě, pokud je uvažována míra produktivity růstu.

To je možné demonstrovat na příkladu dlužníků. Uvažujme situaci, kdy celková produktivita vzroste neočekávaně o 2 % a všeobecná cenová hladina poklesne o 2 %. Věřitelé dostanou sice vyšší reálný úrok než který byl předpovídán, avšak dlužníkům vzroste ve stejném poměru reálný příjem díky rostoucí celkové produktivitě, čímž břemeno jejich nominálních plateb relativně k nominálnímu příjmu zůstává nezměněno. Dlužníci si tak mohou dovolit platit vyšší reálnou úrokovou míru, k čemuž by se za předpokladu dokonalých budoucích očekávání byli pravděpodobně ochotni normálně zavázat, neboť jejich reálné bohatství tím není dotčeno. Měnová politika, která se záměrně zaměřuje na udržování stabilní cenové hladiny a preventivně brání jejímu poklesu, bude ve svém důsledku znamenat zbavení možnosti věřitelů (společně se skupinami lidí s fixním příjmem) podílet se na užití zisků vytvořených rostoucí produktivitou ve prospěch skupin, které se stávají příjemci zvýšené nabídky peněz.

Vliv na pracovní trh lze rovněž za této situace očekávat nižší při umožnění poklesu cenové hladiny než při snaze o stabilizaci cenové hladiny. Jestliže např. produktivita práce

vzroste o 4 %, zatímco celková produktivita faktorů vzroste o 3 %, pak reálná mzdová sazba odrážející produktivitu práce by měla vzrůst o 4 %. Za situace, kdy je cenové hladině umožněno klesnout o míru rovnou celkové produktivitě faktorů, dojde k růstu mezd pouze o 1 %. Jestliže se centrální banka soustředí na stabilizaci cenové hladiny, bude muset mzdová sazba vzrůst o 4 %. Jelikož mzdové sazby vykazují nižší flexibilitu než ceny výrobků a služeb, bude politika nižšího mzdového přizpůsobování přes umožnění poklesu cen znamenat nižší frikční tlaky na trh práce a menší chybnou alokaci pracovních zdrojů.

Relativní rigidita cen vstupů (zvláště pak cena práce) ve srovnání s cenami výrobků a služeb je také důvodem pro pochyby, že stabilní cenová hladina bude nejlepším způsobem jak se vyhnout cykličnosti ekonomiky. Pokud se růst produktivity bude vyvíjet rychleji než obvykle, pak standardní měnová politika opírající se o stabilní cenovou hladinu bude vyžadovat růst nabídky peněz na stejné úrovni jako je růst produktivity. Při rigidních cenách faktorů bude mít expanze měnové politiky za následek v první řadě zvýšení firemních tržeb bez tlaku na příslušný růst cen faktorů. Následkem toho dojde k růstu firemních zisků, což se na efektivních kapitálových trzích promítne do rostoucí ceny akcií příslušných podniků, což bude z pohledu rostoucí ceny představovat boom akciového trhu. Se zpožděním dojde k zohlednění rostoucích tržeb do cen faktorů, což způsobí pokles firemních zisků a patřičný pokles tržní kapitalizace. Předchozí boom akciového trhu se změní v jeho pokles. Z tohoto pohledu měnová politika soustředící se na stabilitu cenové hladiny bude mít spíše za následek rozkmitání ekonomiky. Příslušnou měnovou politikou v této situaci by neměla být stabilizace cen výstupu, ale stabilizace cen vstupů, tj. především nominálního příjmu a tržeb.

Podobný efekt měnové politiky je možné spatřit i v případě vývoje cen některých dalších vstupů, zejména cen energií jako je ropa. Ropa a ropné deriváty jsou produkty, které v dnešní společnosti představují vysokou míru užití a tím přímo či nepřímo velkou váhu v indexu spotřebitelských cen. Cena ropy je určena jako světová cena na globálním trhu a zvyšující se spotřeba při omezené existenci zásob vyhnala v posledních letech (i vlivem rostoucí ekonomiky Číny a její rostoucí spotřeby) světovou cenu ropy nahoru, což představuje určitý druh cenového šoku. Tento šok v podobě růstu cen vstupů znamená pro firmy potřebu zohlednit rostoucí ceny vstupů do cen produktů, což je z pohledu indexu spotřebitelských cen vyhodnocováno jako inflační nebezpečí. Akomodační měnová politika bude na to reagovat zpříšňováním měnové politiky v podobě zvyšování úrokových sazeb. Důsledkem bude, že na rostoucí cenu, která odráží rostoucí vzácnost jedné komodity vůči ostatním produktům a službám, reaguje měnová politika utažením, které má tendenci takový šok zhoršit. Akomodační měnová politika zaměřující se na stabilizaci cenové hladiny je proto spíše procyklická.

Je patrné, že pokud by v dnešní době došlo k výraznému poklesu ceny ropy, vedl by tento pokles pravděpodobně k poklesu cen produktů a služeb, což by se odrazilo v poklesu indexu spotřebitelských cen. Jelikož pokles cenové hladiny je ze strany centrální banky vnímám jako nežádoucí, ocitla by se měnová politika na druhém protipólu a její reakcí by bylo zvýšení nabídky peněz. Výhody poklesu cen produktů a služeb by tak nebyly



distribuovány mezi spotřebitele, ale vesměs by byly přerozděleny ve prospěch příjemců zvýšení peněžní nabídky.

Smyslem předchozích řádků bylo ilustrovat, že pro ekonomiku může být výhodnější místo stabilizace cenové hladiny nechat cenovou hladinu klesat tempem, o které roste celková produktivita faktorů. Tento způsob mírné deflace by umožnil spravedlivější distribuci zisků pramenící z rostoucí produktivity práce než je tomu v případě akomodační měnové politiky, která usiluje o stabilní cenový vývoj. K tomuto pojetí se přiklonil později i M. Friedman, jak je uváděno výše.

Zvolení příslušné měnové politiky v situaci poklesu cenové hladiny tak není možné omezit na zjednodušenou formulaci typu „pokles cenové hladiny rovná se nutnost zvýšení nabídky peněz“, ale vyžaduje bližší pochopení ekonomické podstaty a příčin. Deflace jako taková nebývá nějakým osamoceným jevem v ekonomice bez očividné příčiny, která má za následek horší fungování ekonomiky a pokles jejího výkonu, nýbrž jedná se o obrácenou souvztažnost, kdy deflace bývá důsledkem ne optimálně fungující ekonomiky. Ekonomická aktivita a faktory ji ovlivňující se odráží do cenových pohybů a výsledné cenové hladiny. Při poklesu cen se jedná v lepším případě o pokles v důsledku rostoucí ekonomické aktivity a rostoucí celkové produktivity faktorů. V horším případě se špatný výkon ekonomiky promítá do negativního očekávání ohledně budoucího vývoje, což bude mít tendenci zvyšovat poptávku po penězích a může vést až k poklesu cenové hladiny. Centrální banka by proto neměla mechanicky převádět pokles indexu spotřebitelských cen do bezpodmínečné nutnosti uvolnění měnové politiky, ale spíše hledat příčiny takového vývoje a reagovat měnovou politikou na vývoj těchto podkladových faktorů než jen na vývoj cenové hladiny jako takové. F. Vencovský k otázce měnové politiky ve vztahu k ekonomické aktivitě uvádí: *Kupní síla peněz v zemi je tedy především záležitostí podnikové aktivity jako rozhodujícího pramene agregátní nabídky i agregátní poptávky. Měnová politika nemůže tento základní stav přehlížet, musí ho respektovat, ale nemůže ho „napravit“ svou emisní politikou. Může pouze reagovat na krátkodobé vlnění nebo výkyvy.*<sup>61</sup>

Deflace je z tohoto pohledu pouze symptomem a pokud má dojít k návratu ekonomiky ke stabilnímu cenovému vývoji, je potřeba léčit příčiny a ne pouze příznaky. Pokud zůstanu u příměru z lékařského prostředí, pak soustředění se pouze na problematiku deflace bez širšího vnímání kontextu vývoje celé ekonomiky připomíná léčení nemoci projevující se horečkou, kdy je podáván medikament na snížení horečky, aniž by byla diagnostikována skutečná příčina, která vyvolala tuto horečku. V takovém případě je potřeba, aby do řešení byly zapojeny všechny nástroje hospodářské politiky a nedošlo k zúžení pouze na nástroje měnové politiky.

Měnová politika se může stát jediným účinným nástrojem na řešení klesající cenové hladiny v situaci, kdy se jedná o skutečný stav deflace, tj. celkový převis poptávky po penězích, který je doprovázen všeobecným poklesem cenové hladiny. Zkušenosti z historie

---

<sup>61</sup> Vencovský (1999), str. 23

ukazují, že deflace byla implementována do ekonomiky nevhodnou měnovou politikou v podobě významného snížení nabídky peněz či měnovým systémem, který petrifikoval určitou ekonomickou situaci v čase, během kterého došlo k podstatnému vývoji reálných ekonomických veličin. Příkladem může být např. politika záměrné deflace v Československu po 1. světové válce, která usilovala o návrat kupní síly měny na úroveň, kterou měna měla před 1. světovou válkou. Podobně je tomu i v případě ze stejného časového období, kdy většina hospodářsky vyspělých států v poválečném vývoji usilovala o obnovení zlatého standardu na bázi předválečných zlatých parit. Snaha odčinit válečný inflační vývoj a zvýšení poptávky po zlatě v důsledku placení válečných reparací a tvorby zlatých rezerv vedly ke zvyšování kupní síly jednotlivých měn. Dopady byly blíže popsány touto prací na jiném místě – propad akciových trhů, propad světové ekonomiky a hluboká deflace. Je příznačné, že jednotlivé ekonomiky zaznamenaly oživení tím dříve, čím dříve opustily koncept zlatého standardu. Příkladem deflace v důsledku nevhodného měnového systému může být v poslední době případ Argentiny, kde ustanovení currency boardu sledovalo stabilizování cenové hladiny. Pevné navázání na americký dolar bez příslušné revaluace v čase vedly k deflaci jako prostředku, jak přizpůsobit nadhodnocený kurz pesa ve vztahu k americkému dolaru přes pokles domácí cenové hladiny. V těchto případech platí bez výjimky výše zmiňovaná parafráze, že „deflace je vždy a všude monetárním jevem“. Zde leží příslušný nástroj obnovy ekonomické rovnováhy výhradně v měnové politice v podobě měnového uvolnění a / nebo přizpůsobení měnového systému.

Zkušenost s deflací po 1. světové válce ukazuje, že inflační zvýšení nabídky peněz představující určitý šok, kterému se ekonomika adaptuje v podobě rostoucí cenové hladiny, nemůže být odstraněn na bázi jeho odčinění v podobě následného stahování peněz z oběhu. Ekonomika je tím totiž vystavena novému šoku, který si vyžaduje nové přizpůsobení ekonomiky. Takový vývoj není efektivní a je spojen se značnými ekonomickými náklady. Navíc může být problematickým i z pohledu příjemců prospěchu, který plyne z takového přizpůsobování. L. Mises se v tomto smyslu vyjadřuje ve své stěžejní publikaci *Teorie peněz a úvěru* (Mises (1981)) následovně:

*„Existují efektivnější způsoby obnovy důvěry v budoucnost než prostřednictvím opatření, které vůbec neprospívá některým zasaženým věřitelům (ti, kteří se již zbavili svých nároků) a prospívá mnoha věřitelům, kteří neutrpěli žádnou škodu (ti, kteří udělali své nároky až po začátku depreciae).*

*Je nemožné považovat za rozumné důvody, které jsou dány ve prospěch obnovení hodnoty peněz na původní úrovni, kterou měly před začátkem inflačního vývoje, zvláště jako uvážení způsobu, kterým je zasažen obchod růstem hodnoty peněz, je důvodem k obezřetnosti.“<sup>62</sup>*

I když L. Mises patří k rakouské ekonomické škole, která se svým liberálním pojetím vzdaluje od ekonomie hlavního proudu, je možné na obecné úrovni akceptovat jeho slova o tom, že optimální měnová politika by se neměla soustředit na napravování předchozích

---

<sup>62</sup> Mises (1981), str. 270

„křivd“. Optimální měnová politika by se proto měla soustředit na provádění transparentní a kredibilní politiky, která je anticipovatelná a nesoustředí se na časté používání politiky „brzda“ a „plyn“.

Tento koncept je ovšem ohrožen v situaci velmi nízké inflace a mírné deflace, kdy centrální banky jsou vedeny dobrým úmyslem k rozšiřování nabídky peněz v rámci jejich zavázání se udržovat stabilní cenovou hladinu. Jak bylo zmíněno výše, v situaci velmi nízké inflace je velká pravděpodobnost, že pokles ceny jedné komodity (ať už z důvodu deregulace cen, snížení importních cen aj.) může stáhnout do negativního vývoje celý index spotřebitelských cen. Pokud by měnová politika reagovala měnovým uvolňováním, bude se jednat o akomodační politiku, která není nezbytně nutná. Podobně je tomu i v případě, kdy pokles cen je způsoben vývojem technologické úrovně a zvýšením produktivity práce.

Měnová politika hraje významnou roli při řešení tzv. dluhové deflace, která pramení z problémů finanční soustavy, zejména ve spojení s problematikou špatných úvěrů. Poskytnutá likvidita obchodním bankám zabraňuje zhroucení bankovního systému a vytváří prostor pro další finanční zprostředkování, které v dobách recese a zejména deprese bývá značně ovlivněno. Měnová politika však zde není samojediným a samospasným nástrojem a její role má být spíše než v boji s klesající cenovou hladinou spatřována v boji o obnovení důvěry ve finanční systém. Její kroky by měly proto směřovat výhradně k řešení špatných úvěrů a neměly by postrádat rozhodnost a rychlost. V kooperaci s ostatními nástroji hospodářské politiky to je totiž způsob, jak obnovit stabilní vývoj cenové hladiny. Zaměření se na řešení vývoje cenové hladiny by bylo chybné a neřešilo by podstatu problému. Úlohou měnové politiky v takové situaci je podpořit svými nástroji celkovou restrukturalizaci ekonomiky.

## **4.5 Problematika japonské měnové politiky v boji s deflací**

Kapitola 3.3. se zabývala měnovou politikou Bank of Japan a jejím úsilí, jakým způsobem čelila problémům japonského hospodářství v souvislosti s propadem cen na akciovém trhu a následně na trhu nemovitostí. Hlavním problémem se stalo velké množství špatných úvěrů, ke kterým se po bankovní krizi 1997-98 přidal problém klesající cenové hladiny. Deflace v japonské ekonomice při tom setrvala několik let a obrat cenové hladiny do teritoria pozitivního vývoje nastal teprve na konci roku 2005, tedy po osmi letech přetrvávající mírné deflace.

Přístup Bank of Japan k řešení těchto problémů byl zdlouhavý a její postoj spíše budil dojem, že si Bank of Japan plně neuvědomuje vážnost a rozsah špatných úvěrů, které se nahromadily v bilancích bank po poklesu cen aktiv (hlavně nemovitostí), kterými byly zastaveny bankovní úvěry. V případě deflace působila Bank of Japan rovněž dlouho bezradným dojmem. Měnová politika Bank of Japan se omezovala nejprve na snižování úrokové míry se snahou podpořit oživení hospodářství. Od poloviny 90. let minulého století začaly být naplňovány různé programy na vyvedení špatných úvěrů z bilancí bank,

kteře získaly na intenzitě až s bankovní krizí 1997-98 a pokračovaly ještě na začátku 21. století, tedy více než 10 let poté, co Japonsko zaznamenalo první problémy. V roce 1998 došlo poprvé k poklesu cenové hladiny měřené jako vývoj indexu spotřebitelských cen, což bylo v době uvolňování měnové politiky, kdy se úrokové sazby vyskytovaly již poměrně velice blízko nulové hodnoty.<sup>63</sup> Bank of Japan se snažila zvrátit tento vývoj, ale v situaci uplatňování ZIRP jí již mnoho nástrojů nezbývalo.

Situace Japonska na konci 90. let minulého století přilákala pozornost řady světových ekonomů, kteří doporučovali Bank of Japan použití netradičních nástrojů a především masivní rozšíření měnové báze, které by nastolilo pozitivní cenový vývoj. Bank of Japan se dlouho bránila tomuto uvažování, ale v situaci, kdy její dosavadní politika byla neúspěšná v řešení aktuálních problémů, se rozhodla na počátku roku 2001 k přiklonění se k politice měnového uvolňování, která představovala rychlý nárůst měnové báze. Došlo současně i ke změně cíle, kterým se pro měnovou politiku stal objem bankovních rezerv na běžných účtech bank u Bank of Japan. Bilance Bank of Japan zaznamenala v tomto období velice rychlý nárůst a dosáhla své největší úrovně v dosavadní historii, když přesáhla úroveň 140 biliónů jenů. To představuje přibližně 25 % japonského HDP a podstatně přesahuje srovnání s ostatními centrálními bankami.<sup>64</sup>

Tato akomodační politika však není bez rizik, zvláště když musí centrální banka čelit problémům, které nemají příliš měnový původ. Bank of Japan vpustila do ekonomiky velké množství peněz, aby ovlivnila inflační očekávání. Tato politika se však ukázala jako neúspěšná ve vztahu k ovlivnění cenové hladiny, která setrvala nadále v teritoriu negativního cenového vývoje. Centrální banka chtěla zvýšením kvantity ovlivnit inflační očekávání a podpořit soukromou spotřebu, což se však nezdařilo kvůli tomu, že tato vytvořená kvantita zůstávala ve finančním sektoru a neprosákla do reálné ekonomiky. Za tímto vývojem bylo několik faktorů. Prvním byla neochota bank poskytovat nové půjčky podnikům a spotřebitelům, za druhé nedůvěra spotřebitelů v budoucí vývoj, která se projevila omezením spotřeby a za třetí to byla preference bank investovat likviditu do aktiv s fixním a jistým výnosem namísto nejistého vyššího výnosu, kterého by dosáhly u půjček podnikům a drobným spotřebitelům (to souvisí do velké míry s prvně jmenovaným faktorem).

Volná hotovost směřovala především do státních dluhopisů a akcií nejen na japonském trhu, ale vyšší výnos a diverzifikace byly hledány i v zahraničí, především na americkém dluhopisovém a akciovém trhu. Tok hotovosti směřoval ovšem i do jiných zemí a japonské úvěry s minimálními úrokovými náklady se staly předmětem různých spekulativních swapů.<sup>65</sup> Přelévání likvidity do dluhopisů a akcií znamenalo zvýšení

---

<sup>63</sup> Keiichiro Kobayashi (2005) v souvislosti s tím vyslovuje domněnku, že deflace je důsledkem politiky nulových sazeb (ZIRP), neboť úroková míra je držena Bank of Japan pod svou přirozenou úroveň. Aby bylo v ekonomice dosaženo reálného kladného výnosu, pak pokles cen je způsobem, který zajistí reálný výnos u depozit, která prakticky nenesou žádný nominální výnos.

<sup>64</sup> V případě ECB to je asi 12%, FED dosahuje 7% a Bank of England 5% nominálního HDP.

<sup>65</sup> Příkladem může být např. Maďarsko, kde řada bank využívala výrazného úrokového diferenciálu mezi maďarskými a japonskými úrokovými sazbami pro své hypotéky a financování nemovitostí.

poptávky po těchto instrumentech a tím samozřejmě i ovlivnění jejich ceny směrem nahoru. Měnová politika Bank of Japan v podobě kvantitativního uvolňování tak bez většího záměru znamenala ne nepodstatný vliv pro světový finanční trh.

Objem kvantity, který Bank of Japan uvolnila na trh, však znamená obavy především do budoucna, protože až se Bank of Japan navrátí k více standardní měnové politice<sup>66</sup>, bude muset stáhnout podstatný objem uvolněné likvidity z trhu. Tato operace má několik dimenzí a je pro ni velice důležité správné načasování a balancování. Pokud by Bank of Japan začala stahovat peníze příliš rychle, hrozí oslabení ekonomického oživení Japonska. Pokud by naopak příliš otálela, pak hrozí naopak zvýšení inflace nad hladinu, o kterou usilovala kvantitativním uvolňováním.

Tento problém je spojen rovněž s hrozbou krachu dluhopisového trhu. S tím, jak bude likvidita postupně stahována a jak úroková míra bude postupně růst ke své přirozené úrovni, bude docházet současně k poklesu cen dluhopisů. V situaci, kdy existuje preference držby dluhopisů a nejsou jiné alternativní možnosti investic, drží finanční instituce dluhopisy jako bezpečné výnosové aktivum. V situaci oživení ekonomiky se však začínají objevovat možnosti investic na trhu půjček, neboť firmy a drobní spotřebitelé zvyšují ochotu investic a spotřeby. Dochází proto k přepínání prostředků z dluhopisů do hotovosti, což s rostoucí úrokovou mírou znamená další tlak na pokles cen dluhopisů. Tím roste pravděpodobnost krize dluhopisového trhu, která se může řetězově rozšířit mezi banky, životní pojišťovny, penzijní fondy a další. Takový vývoj by se mohl stát začátkem recese spuštěné poklesem cen státních dluhopisů a prudkým nárůstem úrokové míry.

Aby Bank of Japan zabránila takovému vývoji, musela by nakupovat vládní dluhopisy, což by znamenalo zvýšení množství peněz v ekonomice a silný inflační tlak. Normálně by měnová politika reagovala antiinflačními nástroji (tj. prodej státních dluhopisů), ale v situaci kdy ekonomika roste a na trhu existuje velké množství vydaných státních dluhopisů a tím hrozí možnost krize dluhopisového trhu, nezbude centrální bance jiná možnost než přistoupit na podporu dluhopisového trhu (nákup dluhopisů) za cenu vzrůstu inflace.

Jak je patrné, kvantitativní uvolnění je sice dobrým prostředkem pro zvýšení nabídky peněz, nemusí však už být dobrým prostředkem pro řešení poklesu cenové hladiny. Při uvažování delšího horizontu je navíc třeba brát v potaz otázku, jakým způsobem se měnová politika navrátí ke svému normálu, aniž by došlo k významnému negativnímu ovlivnění hospodářství. Japonsko se tak po období mírné deflace může záhy dostat do fáze velice rychlé inflace, která bude brzdit oživení hospodářství.

Případ Japonska dobře demonstrovuje, že měnová politika musí být součástí celkové hospodářské politiky, která je komunikována na společné úrovni s patřičnými vlastníky jednotlivých nástrojů hospodářské politiky. Bank of Japan dlouho odmítala koordinaci s japonskou vládou ohledně dalšího vývoje měnové politiky, neboť takovou spolupráci

---

<sup>66</sup> První krok již učinila změnou měnové politiky po zasedání z 8.-9.3.2006, kdy oficiálně ukončila politiku kvantitativního uvolňování.

chácala jako ztrátu vlastní nezávislosti. Bank of Japan dlouho opomíjela podniknout hloubkové kontroly rozsahu špatných úvěrů v bilancích bank a podniknout rozhodné kroky v jejich odstranění, což brzdilo další oživení japonského hospodářství. K očištění bankovních bilancí o špatné úvěry proto docházelo ještě v roce 2003. Kvantitativní měnová politika aplikovaná Bank of Japan ukazuje, že v situaci nízké míry inflace či mírné deflace je vhodné doplnit měnovou politiku opřenou o instrumenty úrokové míry rovněž o instrument některého měnového agregátu, který umožní hlídat celkovou nabídku peněz. Kvantitativní uvolnění v rozsahu, které bylo aplikováno v Japonsku, totiž vnáší do budoucna nejistotu ohledně jejího řešení a jak citlivě se podaří tyto prostředky stáhnout Bank of Japan z trhu. V sázce jsou totiž možné negativní konsekvence, které by znamenaly pro japonskou ekonomiku další zbrždění.

Je patrné, že měnová politika je schopná generovat jak inflaci, tak deflaci, ovšem sama o sobě nemůže představovat vyřešení stagnace, která vychází ze strukturálních problémů, zvláště pak v případě nefunkčního systému finančního zprostředkování. Případ Japonska ukazuje, že strukturální reformy začaly velice pozdě po vzniku problémů na počátku 90. let minulého století. Jejich postupování bylo navíc velice pomalé, což se také stalo jednou z hlavních příčin pro dlouhé období deflace – poklesu cenové hladiny. Měnová politika by v takové situaci měla být koordinována s ostatními nástroji hospodářské politiky a společně by měly směřovat k odstranění překážek dalšího rozvoje. Marc-Olivier Strauss-Kahn zmiňuje 3 prvky politiky, které by měly být v případě Japonska sledovány pro překonání slabého výkonu ekonomiky a trvale klesající cenové hladiny: „Strukturální reformy, strukturální reformy a více strukturálních reforem“.<sup>67</sup>

---

<sup>67</sup> Marc-Olivier Strauss-Kahn (2005). *Remarks on the paper: „Japan’s deflation, problems in the financial system and monetary policy“* In Baba (2005)

## Závěr

Tato práce přináší pohled do historie na význačná období deflace a to během fungování zlatého standardu a následně v období po jeho fungování. Období zlatého standardu ukazuje, že pro cenovou hladinu byl mnohem častější její pokles než je tomu při dnešním srovnání. Důvodem je fungování zlatého standardu jako dobré nominální kotvy, která měla vliv na stabilizovanou očekávání budoucího vývoje cenové hladiny. Rychlý technologický pokrok z konce 19. století a rostoucí poptávka po zlatě se staly hlavními faktory poklesu cenové hladiny. Příklady deflace po 1. světové válce ukazují, že snaha o obnovení mezinárodního standardu na úrovni předválečných parit byla chybnou politikou, která zapříčinila růst kupní síly jednotlivých měn. V důsledku toho začala vznikat ekonomická distorze, která se projevila v podobě Velké hospodářské krize.

Po Velké hospodářské krizi a opuštění měnového systému zlatého standardu převládá v ekonomii názor, že stát je schopnější alokovat zdroje a peněžní prostředky, než je tomu v případě trhu. Rostoucí státní výdaje se staly příčinou vyššího tempa růstu cenové hladiny a deflace tak dlouho nezasáhla žádnou ekonomiku. V 90. letech 20. století se však s poklesem průměrného tempa cenové hladiny ocitla řada ekonomik v situaci klesající cenové hladiny.

V této práci je ukázáno, že ekonomický rozvoj Číny a pokles její cenové hladiny do velké míry poznamenal vývoj v sousedních zemích. Rostoucí export Číny za současně poměrně fixního kurzu juanu umožnil klesající ceny čínského exportu, což mělo největší vliv na země, které udržují s Čínou čilý obchodní styk. Nejvíce je to patrné v případě Hongkongu a Makaa, které byly na konci 90. let minulého století navráceny Číně, díky čemuž u nich došlo ke zvýšení intenzity vazeb se sousedními čínskými regiony. Rozdílná cenová úroveň Hongkongu a Makaa na jedné straně a Číny na straně druhé má za následek sbližování jejich cenových hladin.

Kromě vlivu klesajících cen importů je jako důležitý zdroj poklesu cenové hladiny identifikován propad cen nemovitostí. Ten měl vliv na ceny bydlení, které mají velký podíl v indexech spotřebitelských cen jednotlivých zemí. Významným faktorem poklesu cenových hladin se stala Asijská finanční krize, která vedla v regionu jihovýchodní Asie k devalvaci velké části národních měn. Hongkong a Makao zůstaly díky měnovému systému currency boardu a snaze o jeho udržení stranou vlivu těchto devalvací. Vedlejším efektem udržení currency boardu bez nutnosti změny režimu jeho fungování však bylo zvýhodnění importovaného zboží, což vyvolalo vyšší tlak na pokles cenové hladiny v Hongkongu a Makau.

Pokles cenové hladiny by neměl být v případě těchto zemí vnímán jako skutečná deflace, neboť není výsledkem kontrakční měnové politiky, ale odráží širší vývoj v reálné ekonomice a přesun poptávky za levnějším zbožím a službami. Měnová politika v tomto případě nevyžaduje zásah směrem k inflačnímu zvyšování nabídky peněz, neboť faktory ovlivňující cenovou hladinu jsou nemonetárního charakteru.

Případ skutečné deflace poskytuje zkušenost Argentiny, kde vývoj cenové hladiny v 2. polovině 90. let měl čistě monetární charakter. Argentina ustanovila na počátku 90. let currency v souvislosti se snahou o zastavení prudkého inflačního vývoje. Navázáním argentinského pesa na americký dolar, čímž došlo z hlediska měnového vývoje ke svázání argentinské ekonomiky s ekonomickým vývojem Spojených států. Argentina a Spojené státy jsou však odlišným typem ekonomik a navíc mezi nimi nebyly ani tak silné ekonomické vazby, které by ospravedlňovaly zafixování argentinského pesa k americkému dolaru. Rozdílný výkon ekonomik nakonec vedl k tomu, že argentinské peso se stalo silně nadhodnocené ve vztahu k americkému dolaru. Jelikož postupující dolarizace argentinské ekonomiky zvyšovala náklady devalvace pesa, přetrvávala neochota provést nepopulární krok devalvace, čímž se dále zvyšovalo pokračující nadhodnocení pesa. Jelikož domácí cenová hladina ve vztahu k měnovému kurzu neodrážela ekonomickou realitu, došlo při fixním měnovém kurzu k přizpůsobení přes pokles cenové hladiny.

Velká část prostoru je věnována situaci Japonska, které coby jedna z nejvyspělejších zemí řešila bez velkého úspěchu problémy spojené s výkonem hospodářství v důsledku propadu cen na akciovém trhu a trhu nemovitostí. S poklesem cen nemovitostí došlo k poklesu hodnot zástav bankovních úvěrů, což se zhoršeným výkonem hospodářství vedlo k nárůstu špatných úvěrů v bilancích bank. Problematika špatných úvěrů bez odhodlaného postoje zahájit řešení vedla k eskalaci samotného problému, který se stal jednou z hlavních příčin bankovní krize v letech 1997-98.

Bezprostředně po bankovní krizi se japonská ekonomika ocitla v situaci poklesu cenové hladiny. Její příčiny nejsou spatřovány v kontrakční měnové politice, což dokládá i zkonstruovaný index měnových podmínek. Ten ukazuje na uvolňování měnové politiky postupně od počátku 90. let 20. století. Měnová politika Bank of Japan reagovala na slabý vývoj ekonomiky nejprve politikou nulové úrokové míry, která byla později doplněna politikou kvantitativního uvolňování. Kvantitativní uvolňování vedlo k ohromnému rozšíření měnové báze, ovšem vývoj cenové hladiny v podstatě nerefletoval toto zvýšení. Důvodem bylo, že kvantita zůstávala převážně ve finančním systému a přelévala se pouze do finančních instrumentů. Tento vývoj naopak zakládá obavy o vývoj dluhopisového trhu v příštích letech. Bank of Japan bude v budoucnosti usilovat o návrat k normálnímu výkonu své měnové politiky, což bude představovat stahování obrovského množství peněz z ekonomiky. Nebezpečím je zde možný propad cen dluhopisového trhu a možnost recese na jedné straně vedle silného inflačního vývoje na straně druhé.

Politika Bank of Japan ukazuje, že měnová politika nemůže úspěšně vyřešit pokles cenové hladiny, pokud její důvody leží jinde než v samotné měnové politice. Pokles cenové hladiny byl v Japonsku způsoben převážně zhoršením výkonu ekonomiky v důsledku nárůstu špatných úvěrů v souvislosti s prasknutím cenové bubliny a snížením spotřeby domácností pod vlivem vnímání nejistého vývoje hospodářství v dalších letech. Měnová politika se v takové situaci musí soustředit na rychlé a rozhodné řešení problémů a spolupodílet se na restrukturalizaci ekonomiky za kooperace ostatních institucí, které se podílí na utváření celkové hospodářské politiky.



## Literatura

- Atkeson, Andrew; Patrick J. Kehoe (2004). *Deflation and Depression: Is There an Empirical Link?*, NBER Working Paper 10268  
<http://www.nber.org/papers/w10268>
- Baba, Naohiko; Shinichi Nishioka; Nobuyuki Oda; Masaaki Shirakawa; Kazuo Ueda; Hiroshi Ugai (2005). *Japan's deflation, problems in the financial system and monetary policy*, Bank of International Settlements, BIS Working Papers No. 188  
[www.bis.org/publ/work188.pdf](http://www.bis.org/publ/work188.pdf)
- Bakule, Václav (1976). *Světové finance*, Nakladatelství technické literatury, typové číslo L31-C3-IV-41/37909
- Bagus, Philipp (2003). *When Austrians Become Interventionist*, The Quarterly Journal of Austrian Economics Vol. 6, No. 4,  
[http://www.mises.org/journals/qjae/pdf/qjae6\\_4\\_3.pdf](http://www.mises.org/journals/qjae/pdf/qjae6_4_3.pdf)
- Bernanke, Ben S.; Laubach, Thomas; Mishkin, Fredrick S.; Posen, Adam S. (2001). *Inflation Targeting: Lesson from the International Experience*, Princeton: Princeton University Press, ISBN 06-910-868-93
- Bernanke, Ben (2004). *Money, Gold and the Great Depression*, projev z 2. března 2004 na Washington and Lee University,  
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm>
- Boskin, Michael D., E. Dulberger, R. Gordon, Z. Griliches and D. Jorgenson (1996). *Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living: Final Report to the Senate Finance Committee*  
<http://www.stat-usa.gov/BEN/boskin.pdf>
- Bordo, Michael D., J. L. Lane, A. Redish (2004a). *Good versus Bad Deflation: Lessons from the Gold Standard Era*, NBER Working Paper 10329  
<http://www.nber.org/papers/w10329>
- Bordo, Michael D.; A. Filardo (2004b). *Deflation and Monetary Policy in a Historical Perspective: Remembering the Past or Being Condemned to Repeat it?*, NBER Working Paper 10833  
<http://www.nber.org/papers/w10833>
- Buiter, Willem (2003). *Should We Worry about Deflation? Prevention and Cure*, Lowe Institute of Political Economy  
<http://www.nber.org/~wbuiter/mckenna.pdf>
- Buiter, Willem (2005). *Overcoming the Zero Bound on Nominal Interest Rates: Gesell's Currency Carry Tax vs. Eisler's Parallel Virtual Currency*, Hi-Stat Discussion Paper Series No. 96  
<http://hi-stat.ier.hit-u.ac.jp/research/discussion/2005/pdf/D05-96.pdf>
- Daseking, Christina; Ghosh, Atish; Lane, Timothy; Thomas, Alun (2004). *Lessons from the Crisis in Argentina*, International Monetary Fund, ISBN 1-58906-359-7  
<http://www.imf.org/external/np/pdr/lessons/100803.pdf>
- de la Torre, Augusto; Eduardo Levy Yeyati, Sergio L. Schmukler (2002). *Living and Dying with Hard Pegs – The Rise and Fall of Argentina's Currency Board*, The World Bank, policy research working paper 2980  
[http:// ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/2980.html](http://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/2980.html)
- Duguay, P. (1994). *Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada: An Aggregate Approach*, Journal of Monetary Economics, Volume 33, Issue 1, February 1994, str. 39-61

- <http://ideas.repec.org/a/eee/moneco/v33y1994i1p39-61.html>
- Dynan, Karen E. (1993). *How Prudent Are Consumers?*, Journal of Political Economy, vol.101(6), str. 1104-1113.  
<http://econpapers.repec.org/article/ucpjpolec/default101.htm>
- Fisher I (1933). *Debt Deflation Theory of Great Depressions*, Econometrica, Vol. 1, 377-57
- Farrel, Chris (2004). *Deflation: what happens when prices fall*, Harper Business, ISBN 0-06-057645-6
- Frajt, Jan (2003). *Měnová politika v období velmi nízké inflace*, 46. seminář České společnosti ekonomické
- Friedman, Milton (1997). *Za vším hledej peníze*, Grada Publishing
- Friedman, Milton; Schwartz, Anna J. (1993). *A monetary history of the United States 1867 - 1960*. Princeton University Press, ISBN 0-691-00354-8
- Fuhrer, Jeffrey; Geoffrey M. B. Tootell (2004). *Issues in economics: what is the cost of deflation?*, Federal Reserve Bank of Boston  
<http://www.bos.frb.org/economic/nerr/rr2004/q1/q403104issues.pdf>
- Galiani, Sebastián; Eduardo Levy Yeyati (2003). *Financial Dollarization and Debt Deflation under a Currency Board*, Centró de Investigación en Finanzas 14/2003  
<http://www.utdt.edu/departamentos/empresarial/cif/pdfs-wp/wpcif-142003.pdf>
- Genberg, Hans; Laurent L. Pauwels (2004). *Wage-Price Dynamics and Deflation in Hong Kong*, Graduate Institute of International Studies, Geneve, HEI Working Paper 06/2004  
[http://hei.unige.ch/sections/ec/pdfs/Working\\_papers/HEIWP06-2004.pdf](http://hei.unige.ch/sections/ec/pdfs/Working_papers/HEIWP06-2004.pdf)
- Genberg, Hans (2005). *External shocks, transmission mechanism and deflation in Asia*, Bank of International Settlements, BIS Working Papers No. 187  
[www.bis.org/publ/work187.pdf](http://www.bis.org/publ/work187.pdf)
- Goodhart, Charles; B. Hofmann (2003). *FCIs and Economic Activity: Some International Evidence*, Zentrum für Europäische Intergrationsforschung  
[http://www.zei.de/download/zei\\_wp/B03-14.pdf](http://www.zei.de/download/zei_wp/B03-14.pdf)
- Hamada, Koichi and Noguchi, Asadi (2005). *The Role of Preconceived Ideas in Macroeconomic Policy: Japan's Experience in Two Deflationary Periods*, Hi-Stat Discussion Paper Series No. 97  
<http://hi-stat.ier.hit-u.ac.jp/research/discussion/2005/pdf/D05-97.pdf>
- Hataiseree, Rungsun (1998). *The Roles of Monetary Condition and Monetary Condition Index in the Conduct of Monetary Policy: The Case of Thailand under the Floating Rate Regime*, Bank of Thailand  
<http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/APCITY/UNPAN005385.pdf>
- Hayashi, Fumio a Prescott, Edward C. (2002). *The 1990s in Japan: A Lost Decade*, Review of Economic Dynamics, str. 206-235  
[http://www.elsevier.com/framework\\_aboutus/pdfs/prescott04.pdf](http://www.elsevier.com/framework_aboutus/pdfs/prescott04.pdf)
- Hayek, Fridrich A. (1979). *Unemployment and Monenatry Policy*, Cato Institute
- Helisek, Mojmír (2004). *Měnové krize (empirie a teorie)*, Professional Publishing
- Hori, Masahiro and Shimizutani, Satoshi (2005). *Did Japanese Consumers Become More Prudent During 1998-1999? Evidence From Household Level Data*, Hi-Stat Discussion Paper Series No. 109  
<http://hi-stat.ier.hit-u.ac.jp/research/discussion/2005/pdf/D05-109.pdf>

- IMF (1998). *World Economic Outlook*, November 1998 – Chapter IV, *Japan's Economic Crisis and Policy Options*  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1098/pdf/1098ch4.pdf>
- Kai, Vong Lap (2004). *The Causes and Effects of Deflation in Macao*, Monetary Authority of Macao  
[http://www.amcm.gov.mo/publication/quarterly/Jul2004/causes\\_en.pdf](http://www.amcm.gov.mo/publication/quarterly/Jul2004/causes_en.pdf)
- Kamin, Steven; Marazzi, Mario; Schindler, John W. (2004). *Is China "Exporting Deflation"?*, Board of Governors of the Federal Reserve System, no. 791  
<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2004/791/ifdp791.pdf>
- Kawai, Masahiro (2005). *Reform of the Japanese Banking System*, Hi-Stat Discussion Paper Series No. 102  
<http://hi-stat.ier.hit-u.ac.jp/research/discussion/2005/pdf/D05-102.pdf>
- Kawamoto, Takuji (2005). *What Do the Purified Solow Residuals Tell Us about Japan's Lost Decade?*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan  
<http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/mes/2005/me23-1-3.pdf>
- Kimball, Miles (1990). *Precautionary Saving in the Small and in the Large*, *Econometrica*, vol.58(1), str. 53-73  
<http://ideas.repec.org/a/ecm/emetrp/v58y1990i1p53-73.html>
- Kobayashi, Keiichiro (2005). *The 15-year War on Nonperforming Loans and Deflation*, Research Institute of Economy  
<http://www.rieti.go.jp/en/papers/contribution/kobayashi/07.html>
- Krugman, Paul (1998). *It's baaack! Japan's slump and the return of the liquidity trap*  
[http://web.mit.edu/krugman/www/bpea\\_jp.pdf](http://web.mit.edu/krugman/www/bpea_jp.pdf)
- Krugman, Paul (1999a). *Thinking About The Liquidity Trap*  
<http://web.mit.edu/krugman/www/trioshrt.html>
- Krugman, Paul (1999b). *Can Deflation be Prevented?*  
<http://web.mit.edu/krugman/www/deflator.html>
- Krugman, Paul (1999c). *Deflationary Spirals*  
<http://web.mit.edu/krugman/www/spiral.html>
- Krugman, Paul (2001). *Argentina's money monomania*  
<http://www.pkarchive.org/crises/MoneyMonomania.html>
- Kufa, Robert (2001). *Past likvidity a deflace jako reálné problémy japonské ekonomiky*, Vysoká škola ekonomická v Praze, diplomová práce
- Kufa, Robert (2004). *Japonsko v kontextu pasti likvidity a deflace*, příspěvek pro konferenci doktorandů, ISBN 80-245-0689-0
- Lebow, D., R. Saks, B. Wilson (1999). *Downward wage rigidity: evidence from the employment cost index*, Board of Governors of the Federal Reserve System  
<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1999/199931/199931pap.pdf>
- Lin, Jing-Lun (1999). *Monetary Conditions Index in Taiwan*, Institute of Economics, Academia Sinica  
[www.sinica.edu.tw/~jlin/papers/mci.pdf](http://www.sinica.edu.tw/~jlin/papers/mci.pdf)
- Lin, Justin Yifu (2000). *The Current Deflation in China: Causes and Policy Option*, China Center for Economic Research, Peking University, No.E2000002  
<http://ccer.pku.edu.cn/en/ReadNews.asp?NewsID=518>

- Lin, Justin Yifu (2004). *Is China's Growth Real and Sustainable?*, China Center for Economic Research, Peking University and Department of Economics, Hong Kong University of Science and Technology, No.E2004003  
<http://www.ccer.edu.cn/download/3024-1.pdf>
- Mach, Petr (2003). *Alois Rašín a teorie deflační politiky*, Centrum pro ekonomiku a politiku, Sborník č. 24/2003 – Alois Rašín  
<http://www.petrmach.cz/cze/prispevek.php?ID=87>
- Mach, Petr (2003). *Německo je v recesi kvůli euru*, Centrum pro ekonomiku a politiku, Sborník č. 25/2003 – Euro, statistika a deflace, ISBN 80-86547-25-6
- Marková, Jana (2002). *Mezinárodní měnové instituce*, Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica, ISBN 80-245-0431-6
- Meltzer, Allan H. (1999). *Commentary: Monetary Policy at Zero Inflation*,  
<http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1999/S99melt.pdf>
- Miyagawa, Tsutomu; Sakuragawa, Yukie a Takizawa, Miho (2005). *Productivity and the Business Cycle in Japan: Evidence from Japanese Industry Data*, Hi-Stat Discussion Paper Series No. 108  
<http://hi-stat.ier.hit-u.ac.jp/research/discussion/2005/pdf/D05-108.pdf>
- Mises, Ludwig (1981). *The Theory of Money and Credit*, New Haven, Liberty Fund, ISBN 0-913-96670-3
- Ito, Takatoshi; Frederic S. Mishkin (2004). *Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem*, NBER Working Paper 10878  
<http://www.nber.org/papers/w10878>
- Perry, Guillermo; L. Servén (2003). *The Anatomy of a Multiple Crisis – Why was Argentina Special and What Can We Learn from It?*, The World Bank, policy research working paper 3081  
<http://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/3081.html>
- Revenda, Zbyněk (2001). *Centrální bankovnictví*, Management Press, ISBN 80-72610-51-1
- Revenda, Zbyněk (2004). *Příspěvek k inflaci a deflaci v současné tržní ekonomice*, Finance a úvěr č. 7-8/2004, str. 335 – 353
- Rogoff, Kenneth & team (2003). *Deflation, Determinants, Risks, and Policy Options – Findings of an Interdepartment Task Force*, International Monetary Fund  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/def/2003/eng/043003.pdf>
- Rothbard, Murray (2000). *America's Great Depression*, Mises Institute, ISBN 0-945466-05-6, <http://www.mises.org/rothbard/agd.pdf>
- Rothbard, Murray (1995). *Deflation: Free or Compulsory in Making Economic Sense*  
<http://www.mises.org/Econsense/ch68.asp>
- Salerno, Joseph (2002). *An Austrian Taxonomy of Deflation*  
<http://www.mises.org/journals/scholar/salerno.pdf>
- Saxonhouse, Gary (2005). *Good Deflation/Bad Deflation and Japanese Economic Recovery*, Hi-Stat Discussion Paper Series No. 104  
<http://hi-stat.ier.hit-u.ac.jp/research/discussion/2005/pdf/D05-104.pdf>
- Schellekens, Philip (2003). *Deflation in Hong Kong SAR*, IMF Working Paper WP/03/77  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0377.pdf>
- Singer, Miroslav (2003). *Je deflace reálná hrozba globální ekonomice, či ekonomické české*, 46. seminář České společnosti ekonomické  
<http://www.cse.cz/soubory/bulletiny/etce-46.pdf>

- Svensson, Lars E. O. (2003). *Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others*, NBER working paper 10195  
<http://www.nber.org/papers/w10195>
- Šíma, Josef (2002). *Deflace – definiční znak zdravé ekonomiky*, Finance a úvěr č. 10/2002, str. 539 – 549
- Tindall, Geroge B., Shi, David E. (1994). *Dějiny států USA*, Nakladatelství Lidové noviny, ISBN 80-7106-088-7
- Vencovský, František (1999). *Strašidlo deflace*, Ekonom 22/1999, str. 22 – 23
- Vencovský, František (2003). *Vzestup a propady československé koruny*, Oeconomica, ISBN 80-245-0497-9
- Vencovský, František (2004). *Byla to krize měnová, deflační*, Sborník č. 35/2004 – Velká deprese, Centrum pro ekonomiku a politiku, ISBN 80-86547-38-8
- Yang, Ya-Hwei; Jia-Dong Shea (2004). *Deflation and Monetary Policy in Taiwan*, NBER Working Paper 11244  
<http://www.nber.org/papers/w11244>
- Yeager, Leland B. (1966). *International Monetary Relations*, University of Virginia

Tab. A.1 - Výsledky VAR analýzy

Vector Autoregression Estimates

Sample(adjusted): 1980:3 2001:2

Included observations: 84 after adjusting endpoints

Standard errors in ( ) &amp; t-statistics in [ ]

	rGDP	rER	rIR
rGDP(-1)	0.955347 (0.12281) [ 7.77880]	-0.000110 (0.00022) [-0.49976]	-8.45E-06 (2.2E-05) [-0.38976]
rGDP(-2)	0.030171 (0.12296) [ 0.24538]	6.43E-05 (0.00022) [ 0.29103]	6.24E-06 (2.2E-05) [ 0.28740]
rER(-1)	17.01259 (61.6261) [0.27606]	1.195685 (0.11075) [ 10.7962]	0.014478 (0.01087) [ 1.33136]
rER(-2)	32.49644 (62.6220) [0.51893]	0.284350 (0.11254) [2.52664]	0.011937 (0.01105) [1.08026]
rIR(-1)	-200.8570 (669.767) [-0.29989]	-1.334645 (1.20367) [-1.10882]	-0.768749 (0.11819) [-6.50445]
rIR(-2)	-249.7668 (646.972) [-0.38606]	-0.147870 (1.16270) [-0.12718]	-0.100025 (0.11417) [-0.87614]
C	13970.69 (7465.75) [ 1.87130]	35.00743 (13.4170) [ 2.60918]	0.988811 (1.31742) [ 0.75057]
R-squared	0.997694	0.946381	0.882305
Adj. R-squared	0.997515	0.942202	0.873133
Sum sq. resids	1.07E+09	3447.134	33.23478
S.E. equation	3723.070	6.690887	0.656978
F-statistic	5553.147	226.5078	96.20512
Log likelihood	-806.2099	-275.1991	-80.24759
Akaike AIC	19.36214	6.719025	2.077324
Schwarz SC	19.56471	6.921593	2.279892
Mean dependent	440142.5	122.1720	2.646583
S.D. dependent	74680.74	27.83101	1.844495
Determinant Residual Covariance		2.36E+08	
Log Likelihood (d.f. adjusted)		-1167.387	
Akaike Information Criteria		28.29494	
Schwarz Criteria		28.90264	

Tab. A.2 – Výsledky VAR analýzy

Vector Autoregression Estimates

Sample(adjusted): 1980:3 2001:2

Included observations: 84 after adjusting endpoints

Standard errors in ( ) &amp; t-statistics in [ ]

	rGDP	rER	rIR	rLOANS
rGDP(-1)	0.781869 (0.13868) [ 5.63802]	4.28E-06 (0.00027) [ 0.01595]	-7.36E-06 (2.6E-05) [-0.27954]	1.264393 (0.95351) [ 1.32605]
rGDP(-2)	-0.120727 (0.13140) [-0.91879]	-0.000109 (0.00025) [-0.42831]	-1.17E-05 (2.5E-05) [-0.46904]	-1.198192 (0.90346) [-1.32623]
rER(-1)	5.360620 (57.3956) [0.09340]	1.190962 (0.11105) [ 10.7242]	-0.014610 (0.01089) [-1.34165]	-703.6223 (394.634) [-1.78297]
rER(-2)	42.55055 (58.2167) [1.73090]	0.289038 (0.11264) [2.56598]	-0.012658 (0.01105) [-1.14595]	319.4543 (400.280) [ 0.79808]
rIR(-1)	-365.4760 (623.559) [-0.58611]	-1.314482 (1.20651) [-1.08949]	0.776631 (0.11831) [ 6.56436]	2236.410 (4287.40) [ 0.52162]
rIR(-2)	-752.4996 (615.454) [-1.82267]	-0.038653 (1.19082) [-0.03246]	0.127391 (0.11677) [ 1.09094]	-1569.948 (4231.67) [-0.37100]
rLOANS(-1)	0.013049 (0.01896) [ 0.68809]	-4.38E-05 (3.7E-05) [-1.19384]	-2.52E-06 (3.6E-06) [-0.69939]	0.644972 (0.13039) [ 4.94656]
rLOANS(-2)	0.045332 (0.02006) [ 2.25957]	5.37E-05 (3.9E-05) [ 1.38388]	5.50E-06 (3.8E-06) [ 1.44566]	0.317843 (0.13794) [ 2.30420]
C	95673.30 (22823.3) [ 4.19192]	51.85045 (44.1601) [ 1.17415]	5.373597 (4.33034) [ 1.24092]	69823.69 (156926.) [ 0.44495]
R-squared	0.998063	0.947797	0.885716	0.997237
Adj. R-squared	0.997857	0.942228	0.873526	0.996943
Sum sq. resids	8.96E+08	3356.099	32.27144	4.24E+10
S.E. equation	3457.277	6.689393	0.655962	23771.15
F-statistic	4831.647	170.2110	72.65750	3384.071
Log likelihood	-798.8829	-274.0750	-79.01219	-960.8342
Akaike AIC	19.23531	6.739880	2.095528	23.09129
Schwarz SC	19.49575	7.000325	2.355973	23.35173
Mean dependent	440142.5	122.1720	2.646583	1016279.
S.D. dependent	74680.74	27.83101	1.844495	429909.0
Determinant Residual Covariance		8.62E+16		
Log Likelihood (d.f. adjusted)		-2114.585		
Akaike Information Criteria		51.20440		
Schwarz Criteria		52.24617		

Tab. A.3 – Výsledky VAR analýzy

Vector Autoregression Estimates

Sample(adjusted): 1980:3 2001:2

Included observations: 84 after adjusting  
endpoints

Standard errors in ( ) &amp; t-statistics in [ ]

	GDP	RLOANS
rGDP(-1)	0.803211 (0.12963) [ 6.19600]	1.117862 (0.90890) [ 1.22991]
RLOANS(-2)	0.044985 (0.01984) [ 2.26779]	0.313362 (0.13908) [ 2.25312]
rER(-2)	45.80718 (21.4893) [2.13163]	332.9796 (150.667) [2.21004]
rIR(-2)	-1049.960 (341.898) [-3.07097]	-1570.139 (2397.14) [-0.65501]
C	94963.98 (22545.4) [ 4.21212]	64502.85 (158072.) [ 0.40806]
R-squared	0.998054	0.997114
Adj. R-squared	0.997903	0.996889
Sum sq. resids	9.01E+08	4.43E+10
S.E. equation	3419.960	23978.24
F-statistic	6583.491	4433.944
Log likelihood	-799.0766	-962.6681
Akaike AIC	19.19230	23.08734
Schwarz SC	19.39487	23.28990
Mean dependent	440142.5	1016279.
S.D. dependent	74680.74	429909.0
Determinant Residual Covariance		5.00E+15
Log Likelihood (d.f. adjusted)		-1756.634
Akaike Information Criteria		42.15794
Schwarz Criteria		42.56308



Tab. A.4 – Odhady korekce chyb

Vector Error Correction Estimates  
Sample(adjusted): 1980:4 2001:2  
Included observations: 83 after adjusting endpoints  
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:		CointEq1	
rGDP(-1)		1.000000	
rLOANS(-1)		-0.176555 (0.00482) [-4.6425]	
C		-260662.1	
Error Correction:	D(rGDP)	D(rLOANS)	
CointEq1	-0.336199 (0.09604) [-3.50073]	-0.121527 (0.68221) [-1.47814]	
D(rGDP(-1))	-0.137684 (0.12717) [-1.58266]	-1.115405 (0.90338) [-1.23470]	
D(rLOANS(-2))	-0.043229 (0.02256) [-1.91623]	-0.331479 (0.16026) [-2.06844]	
rER(-2)	-32.87409 (16.9702) [-1.93716]	-157.4071 (120.550) [-1.30574]	
rIR(-2)	1228.444 (317.440) [ 3.86984]	4201.611 (2254.98) [ 1.86326]	
C	3698.089 (1940.58) [ 1.90566]	25187.16 (13785.2) [ 1.82712]	
R-squared	0.237623	0.116092	
Adj. R-squared	0.166468	0.033594	
Sum sq. resids	9.10E+08	4.59E+10	
S.E. equation	3482.441	24738.00	
F-statistic	3.339512	1.407208	
Log likelihood	-790.4713	-953.2017	
Akaike AIC	19.24027	23.16149	
Schwarz SC	19.47341	23.39463	
Mean dependent	2699.699	15080.99	
S.D. dependent	3814.369	25164.30	
Determinant Residual Covariance		5.45E+15	
Log Likelihood		-1730.879	
Log Likelihood (d.f. adjusted)		-1739.291	
Akaike Information Criteria		42.34437	
Schwarz Criteria		42.86894	

Tab. A.5 – Výsledek kointegračního testu

Sample(adjusted): 1980:4 2001:2  
 Included observations: 83 after adjusting endpoints  
 Trend assumption: Linear deterministic trend  
 Series: rGDP rLOANS  
 Exogenous series: rER(-2) rIR(-2)  
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

## Unrestricted Cointegration Rank Test

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None	0.174456	15.21636	15.41	20.04
At most 1 *	0.047099	4.004231	3.76	6.65

\*(\*\*) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level  
 Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at the 5% level  
 Trace test indicates no cointegration at the 1% level

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value
None	0.174456	13.91213	14.07	18.63
At most 1 *	0.047099	4.004231	3.76	6.65

\*(\*\*) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level  
 Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating equation(s) at the 5% level  
 Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 1% level

## Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b\*S11\*b=I):

rGDP	rLOANS
-0.000251	4.44E-05
-5.49E-06	5.79E-06

## Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(rGDP)	1338.144	-342.1122
D(rLOANS)	483.7042	-5098.290

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -1730.879

Normalized cointegrating coefficients (std.err. in parentheses)

rGDP	rLOANS
1.000000	-0.176555
	(0.04821)

Adjustment coefficients (std.err. in parentheses)

D(rGDP)	-0.336199
	(0.09604)
D(rLOANS)	-0.121527
	(0.68221)

Tab. A.6 – Hodnoty MCI (1980 – 2004)

rok	MCI	rok	MCI
1980Q1	98,703	1992Q3	97,966
1980Q2	99,693	1992Q4	98,561
1980Q3	99,771	1993Q1	97,851
1980Q4	98,438	1993Q2	97,976
1981Q1	97,584	1993Q3	96,948
1981Q2	98,397	1993Q4	96,869
1981Q3	98,992	1994Q1	96,722
1981Q4	98,851	1994Q2	97,237
1982Q1	98,922	1994Q3	97,943
1982Q2	100,026	1994Q4	97,275
1982Q3	100,255	1995Q1	97,819
1982Q4	100,221	1995Q2	97,115
1983Q1	100,007	1995Q3	96,547
1983Q2	99,711	1995Q4	96,918
1983Q3	100,831	1996Q1	96,737
1983Q4	100,550	1996Q2	96,261
1984Q1	99,616	1996Q3	96,195
1984Q2	99,971	1996Q4	95,754
1984Q3	99,839	1997Q1	95,760
1984Q4	99,646	1997Q2	94,412
1985Q1	100,000	1997Q3	94,306
1985Q2	100,018	1997Q4	94,363
1985Q3	99,526	1998Q1	94,725
1985Q4	101,422	1998Q2	96,058
1986Q1	100,069	1998Q3	96,648
1986Q2	99,515	1998Q4	95,850
1986Q3	100,187	1999Q1	96,210
1986Q4	100,533	1999Q2	96,136
1987Q1	100,707	1999Q3	95,865
1987Q2	99,438	1999Q4	96,985
1987Q3	99,325	2000Q1	96,471
1987Q4	99,453	2000Q2	96,543
1988Q1	99,150	2000Q3	96,673
1988Q2	99,601	2000Q4	97,039
1988Q3	99,926	2001Q1	96,538
1988Q4	99,104	2001Q2	96,551
1989Q1	99,250	2001Q3	96,577
1989Q2	98,010	2001Q4	96,809
1989Q3	98,459	2002Q1	97,216
1989Q4	99,571	2002Q2	96,714
1990Q1	99,320	2002Q3	96,610
1990Q2	100,452	2002Q4	96,355
1990Q3	101,021	2003Q1	96,057
1990Q4	100,313	2003Q2	96,056
1991Q1	100,021	2003Q3	96,050
1991Q2	100,097	2003Q4	96,117
1991Q3	99,691	2004Q1	95,952
1991Q4	99,127	2004Q2	96,110
1992Q1	98,890	2004Q3	95,918
1992Q2	98,128	2004Q4	95,332

Tab. B.1.a – Dvoustranný test Gangerovy kauzality

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1982:2 2005:4			
Lags: 1			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
CCPI does not Granger Cause CCI	94	0.06561	0.79842
CCI does not Granger Cause CCPI		5.15066	0.02560

Tab. B.1.b – Dvoustranný test Gangerovy kauzality

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1982:2 2005:4			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
CCPI does not Granger Cause CCI	93	0.21077	0.81036
CCI does not Granger Cause CCPI		3.06555	0.05164

Tab. B.1.c – Dvoustranný test Gangerovy kauzality

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1982:2 2005:4			
Lags: 3			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
CCPI does not Granger Cause CCI	92	0.32924	0.80421
CCI does not Granger Cause CCPI		1.96733	0.12501

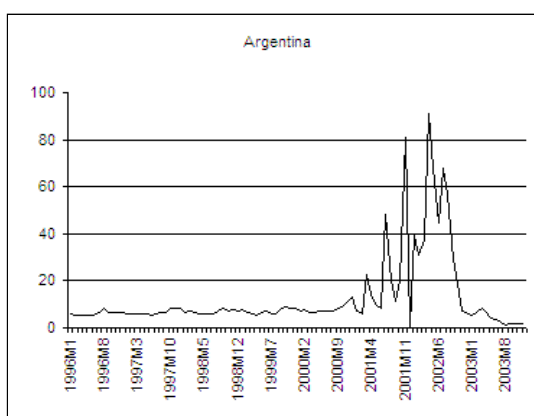
Tab. B.1.d – Dvoustranný test Gangerovy kauzality

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1982:2 2005:4			
Lags: 4			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
CCPI does not Granger Cause CCI	91	0.19626	0.93968
CCI does not Granger Cause CCPI		1.42445	0.23322

Tab. B.2 – Dvoustranný test Gangerovy kauzality

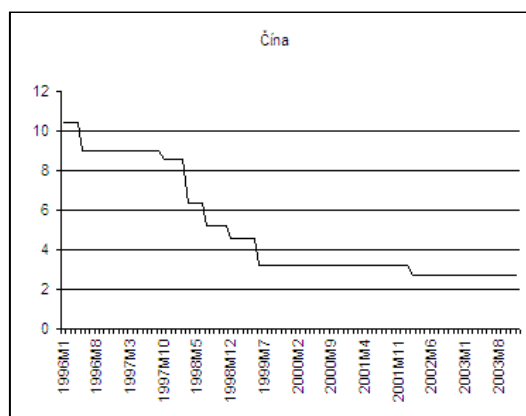
Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1990:1 2005:4			
Lags: 1			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
CCPI does not Granger Cause CCI	64	0.11404	0.73675
CCI does not Granger Cause CCPI		3.50166	0.06611

Graf C.1 – Vývoj úrokové míry (1996-03)



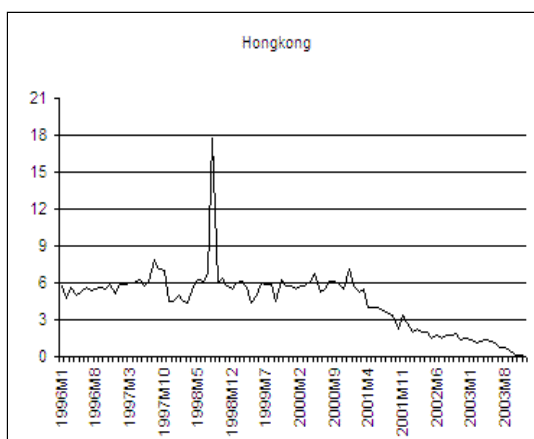
Zdroj: International Financial Statistics

Graf C.2 – Vývoj diskontní sazby (1996-03)



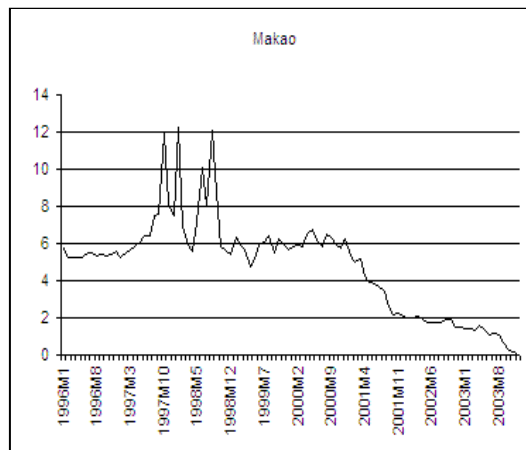
Zdroj: International Financial Statistics

Graf C.3 – Vývoj úrokové míry (1996-03)



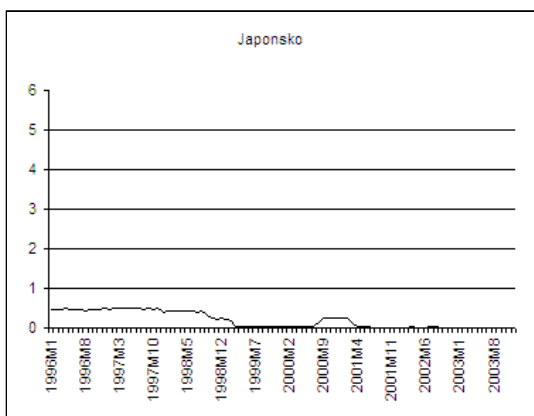
Zdroj: International Financial Statistics

Graf C.4 – Vývoj úrokové míry (1996-03)



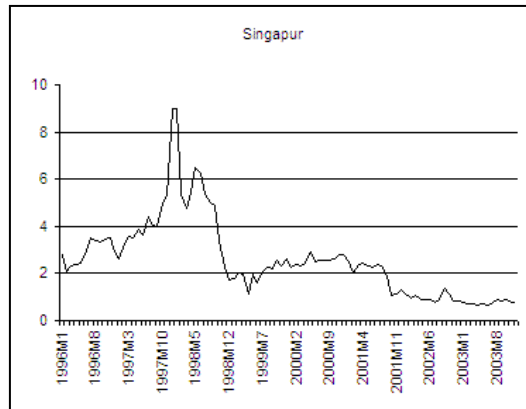
Zdroj: International Financial Statistics

Graf C.5 – Vývoj úrokové míry (1996-03)



Zdroj: International Financial Statistics

Graf C.6 – Vývoj úrokové míry (1996-03)



Zdroj: International Financial Statistics