

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE
FAKULTA MEZINÁRODNÍCH VZTAHŮ

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

2011

Michael Čermák

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta mezinárodních vztahů

Obor: Mezinárodní obchod

Hospodářské cykly USA a Japonska

Bakalářská práce

Vypracoval: Michael Čermák

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Zuzana Stuchlíková, Ph.D.

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci na téma „Hospodářské cykly USA a Japonska“ vypracoval samostatně. Veškerou použitou literaturu a podkladové materiály uvádím v přiloženém seznamu literatury.

V Praze dne 11.5.2011

.....

Podpis

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval vedoucí své bakalářské práce Ing. Zuzaně Stuchlíkové, Ph.D. za poskytnuté odborné vedení, cenné rady, připomínky a především nezměrnou trpělivost.

Obsah

Seznam tabulek a grafů	vi
Úvod	vii
1 Teorie hospodářského cyklu.....	1
1.1 Definice	2
1.2 Doba trvání jednotlivých fází hospodářských cyklů	4
1.3 Vývoj teorií.....	5
1.3.1 Předkeynesiánské teorie	5
1.3.2 Keynesiánské teorie.....	7
1.3.3 Nová konzervativní ekonomie.....	7
1.3.4 Teorie reálného hospodářského cyklu	8
1.4 Makroekonomická rovnováha	9
1.4.1 Vnitřní rovnováha.....	10
1.4.2 Vnější rovnováha.....	12
1.5 Spekulativní bublina.....	12
1.6 Vládní stabilizační politika.....	13
2 Dot.com bublina	15
2.1 Hypotézy o hospodářském cyklu.....	15
2.2 Ekonomická situace před prasknutím internetové bubliny.....	15
2.3 Propad na burze v roce 2001	19
2.3.1 Příčiny dot-com bubliny	19
2.3.2 Prasknutí bubliny.....	20
2.4 Ekonomické dopady prasknutí dot-com bubliny.....	21
2.5 Srovnání.....	25
3 Konjunktura začátku tisíciletí.....	26
3.1 Průběh konjunktury	26
3.2 Srovnání expanzí	29
4 Hypoteční krize	30
4.1 Příčiny vzniku krize.....	30
4.2 Průběh krize.....	32
4.3 Dopady krize	34
4.4 Srovnání.....	37
Závěr.....	38
Seznam literatury.....	41

Seznam tabulek a grafů

Seznam tabulek

Tabulka 1: Vývoj fází hospodářského cyklu v USA.....	4
Tabulka 2: Vývoj fází hospodářského cyklu v Japonsku	5

Seznam grafů

Graf 1: Roční změna reálného HDP USA v letech 1990-2001 v procentech.....	16
Graf 2: Roční změna reálného HDP Japonska v letech 1988-2003 v procentech.....	17
Graf 3: Vývoj kumulovaného hrubého veřejného dluhu Japonska v poměru k HDP v letech 1988-2000	18
Graf 4: Vývoj inflace měřen indexem spotřebitelských cen (CPI) v letech 1990-2002	18
Graf 5: Vývoj makroekonomických ukazatelů USA v letech 1997-2004	22
Graf 6: Srovnání vývoje akciových indexů NASDAQ Composite a Nikkei 225 od 6. března 2000 (vyjádřeno jako změna oproti počátečnímu stavu).....	23
Graf 7: Vývoj makroekonomických ukazatelů Japonska v letech 1997-2004	24
Graf 7: Vývoj makroekonomických ukazatelů USA v letech 2001-2008	27
Graf 8: Vývoj makroekonomických ukazatelů Japonska v letech 2001-2008.....	29
Graf 9: Vývoj makroekonomických ukazatelů USA v letech 2006-2010	35
Graf 10: Vývoj makroekonomických ukazatelů Japonska v letech 2006-2010	36
Graf 11: Vývoj kvartálního růstu reálného HDP USA a Japonska oproti stejnému kvartálu předchozího roku v letech 1999-2010.....	39
Graf 12: Vývoj harmonizované míry nezaměstnanosti USA a Japonska v letech 1999-2010	39
Graf 13: Vývoj hrubého veřejného dluhu Japonska a USA v poměru k HDP v letech 1997-2010.....	40

Úvod

Především při ekonomických konjunkturách dvacátého století vznikala často pocit, že hospodářský cyklus je již jen minulostí. Následný ekonomický propad však vždy znovu dokázal, že výkyvy ekonomické aktivity jsou nedílnou součástí tržních ekonomik. Ekonomický rozmach byl v minulosti podporován především rozmachem technologií, jako příklad by se zde dala uvést průmyslová revoluce (přelom 18. a 19. stol.) nebo z novější historie například rozmach informačních technologií (přelom 20. a 21. stol.). Nejznámějším příkladem hospodářského propadu je pak Velká hospodářská krize z 30. let nebo poslední světová recese na konci této dekády. Když se dnes řekne „krize“, každý si představí právě krizi, s kterou se momentálně vyrovnávají téměř všechny ekonomiky na světě.

Celosvětově stoupající nezaměstnanost, krachující podniky, menší výnosy z daní, předluženost ve všech sférách, krachující rozvinuté ekonomiky, zvyšující se nespokojenost ve společnosti, klesající životní úroveň, nejistota. To vše jsou důsledky zatím poslední krize, která svým příchodem v roce 2007 světu opět připomněla, že každý růst jednou skončí. Tak jako se jistě do jisté míry prokázala schopnost lidstva poučit se z chyb minulosti (protekcionismus), zároveň se ukázalo, jak snadno se v moderním světě přelije v podstatě lokální problém do všech otevřených ekonomik. Hospodářské cykly, jejich monitorování a analýza se tedy opět staly velice aktuálním tématem, jímž je třeba se zabývat a co nejlépe jej pochopit.

Jako téma své práce jsem si tedy vybral srovnání hospodářských cyklů dvou největších světových ekonomik, které mají nesporný vliv na celosvětový ekonomický vývoj.

Cílem této bakalářské práce je přinést bližší pohled na vývoj hospodářských cyklů Japonska a Spojených států amerických. Zaměřuji se především na faktory, které vedly k hospodářským výkyvům v obou zemích; na opatření, která byla podniknuta k vyhlazení těchto výkyvů; a na vysvětlení dopadů těchto opatření stejně jako ekonomických výkyvů jako takových. V rámci této analýzy je také kladem důraz na porovnání vývoje hospodářských cyklů v obou ekonomikách a nalezení případných podobností v jejich vývoji.

Tato práce je členěna do čtyř částí. V první části se věnuji teorii hospodářského cyklu, některým základním pojmům, stejně jako fázím hospodářského cyklu a chronologickým vývojem teorií zabývajících se hospodářským cyklem. V druhé části je rozebrána tzv. dot.com bublina z počátku nového století, její vznik, prasknutí a dopady na ekonomiky obou zemí. Ve třetí části je rozebrána následná konjunktura a její průběh. V poslední čtvrté části se pak zabývám poslední krizí, jejími příčinami, průběhem a dopadem na tyto dvě významné světové ekonomiky.

1 Teorie hospodářského cyklu

Pojem „hospodářský cyklus“ označuje napříč celou ekonomikou se objevující výkyvy produkce a ekonomické aktivity trvající po dobu několika měsíců či let. Tyto výkyvy okolo dlouhodobého růstového trendu obvykle zahrnují během času se střídající období relativně velkého ekonomického růstu (expanze) a relativně velkého propadu (recese), případně stagnace. Vedle pojmu hospodářský cyklus se můžeme setkat ještě s označeními jako „průmyslový cyklus“, „obchodní cyklus“ nebo „podnikatelský cyklus“. Přestože je nazýváme cykly, tyto výkyvy v ekonomické aktivitě nelze přesně předvídat, vzhledem k tomu že jednotlivé fáze mohou mít různou délku i intenzitu ekonomického rozvoje, případně zpomalení. Obecně je hospodářský cyklus charakterizován jako „propad a kontrakce následována růstem a expanzí agregátní ekonomické aktivity“.¹

Teorie hospodářského cyklu se snaží odhalit příčiny tohoto kolísání, mechanismy které způsobují přechod ekonomiky z jedné fáze cyklu do druhé a dále pak hledají způsob jak omezit délku a hloubku propadu ekonomické aktivity.

Existuje několik způsobů členění těchto teorií. Jedním z nich je dělení na teorie považující za příčinu změn faktory vnější a vnitřní. Vnitřní faktory jsou přímo uvnitř ekonomického systému vznikající příčiny k ekonomické nerovnováze, jako nedostatečná nabídka peněz (přebytek) v ekonomice, snížená spotřeba, nadměrné investice apod. Za vnější faktory považujeme například války, přírodní katastrofy, politické krize, finanční krize apod. Dalším způsobem členění teorií hospodářského cyklu je na teorie považující za hlavní příčinu ekonomického kolísání monetární faktory a teorie považující za hlavní příčinu faktory reálné.

Dále se pak teorie hospodářského cyklu dají uspořádat chronologicky, vzhledem k tomu, že se vyvíjely v čase spolu s dalšími ekonomickými teoriemi. Tento přístup bude použit i zde k stručnému shrnutí některých hlavní teorií hospodářských cyklů, jež se v průběhu času vyvinuly.

¹ BELONGIA, Michael T.; GARFINKEL, Michelle R. The business cycle: : Theories and evidence. 3rd ed. [s.l.] : Kluwer Academic Publishers, 1992, s. 8-9. ISBN 0-7923-9239-6.

1.1 Definice

Potencionální produkt je produkt dané ekonomiky, který může být vyroben při dané dlouhodobě udržitelné úrovni výrobních faktorů a technologie. Odchylka skutečně dosaženého produktu od produktu potencionálního je pak označována jako **produkční mezera**.

Délka hospodářského cyklu je určena jako doba mezi dvěma po sobě následujícími vrcholy hospodářského cyklu. **Hloubka (amplituda) hospodářského cyklu** je pak vyjádřena jako maximální vzdálenost mezi pozitivními a negativními produkčními mezerami každého cyklu. **Délku sestupné a vzestupné fáze cyklu** vyjadřuje počet čtvrtletí uplynulých od vrcholu po dno a naopak.

Makroekonomická (ne)rovnováha vyjadřuje, do jaké míry se (ne)shodují vykázané makroekonomické ukazatele s jejich potencionálními hodnotami. U rovnováhy vnitřní se jedná o vztah mezi hrubým národním produktem a produktem potenciálním, zjištěnou výší nezaměstnanosti a její přirozenou mírou, vykázanou mírou inflace a její mírou referenční (dále aproximovanou inflační mírou nízkou a stabilní) a rozdíl mezi velikostí salda veřejného rozpočtu a rozpočtem vyrovnaným. U rovnováhy vnější pak vztah vykázaného salda běžného účtu platební bilance s vyrovnaným stavem tohoto účtu platební bilance.

Fáze hospodářského cyklu

Rozlišují se 4 vzájemně na sebe navazující fáze hospodářského cyklu (→ dno → expanze → vrchol → kontrakce →), které určujeme podle aktuálního vývoje reálného produktu okolo dlouhodobého rostoucího trendu.

Dno (sedlo) je fází hospodářského cyklu s nejnižší hospodářskou aktivitou. Vyznačuje se vysokou nezaměstnaností, nevyužitými kapacitami a nízkou mírou investic. Podniky bojují v této fázi spíše o přežití a vyhlídky budoucího vývoje jsou pesimistické. Pokles prudký a dlouhotrvající označujeme jako depresi raději než dno.

Expanze (konjunktura, růst) znamená, že reálné HDP země a s ním i ostatní makroekonomické veličiny rostou. To se děje proto, že domácnosti stejně jako vláda, poptávají stále více statky produkované firmami, a ty proto zvyšují výrobu. Zvýšit výrobu

však mohou jen za zvýšení produkční kapacity, a tak poptávají více práce, kapitálu a dalších výrobních faktorů. Zaměstnanost tedy stoupá a vyšší příjmy se opět odrážejí ve zvýšené poptávce po spotřebním zboží, což opět zvyšuje zisky firem, které v této rostoucí spirále dále poptávají výrobní faktory, stejně jako se začínají uskutečňovat dříve příliš rizikové investiční projekty. Roste tedy i počet úvěrů a tedy i zisky bankovních subjektů. Jak expanze pokračuje ke svému vrcholu, začínají se zvedat náklady na další produkci a výdaje firem na každou další vyrobenou jednotku tedy rostou. Intenzivní hospodářský růst je označován jako hospodářský rozmach nebo také boom. V ekonomice ve fázi expanze se více spotřebovává, vyrábí i investuje. **Konjunktura** je součástí expanze a předchází hospodářskému poklesu, jedná se tedy o vrcholnou část cyklu, při níž se většina ekonomických ukazatelů vyvíjí pozitivně.

Vrchol je ta část hospodářského cyklu, v níž se ekonomická aktivita nachází na svém maximu. Výrobní kapacita je využita naplno případně i nadměrně a investiční aktivita způsobuje postupný nedostatek úspor pro financování nových investic. Nezaměstnanost je v této fázi cyklu nejnižší a dochází k nedostatku zejména kvalifikovaných pracovníků. Ceny stále rostou díky vysoké poptávce. Na konci vrcholu nastává tzv. horní bod obratu, po jehož překročení se ekonomika dostává do sestupné fáze.

Kontrakce (pokles, recese) je naopak období, v němž HDP stejně jako ostatní makroekonomické veličiny oslabují. Domácnosti, jimž neustále rostou životní náklady, omezují své nákupy statků dlouhodobé spotřeby, což zasáhne zejména procyklická odvětví ekonomiky, jako například automobilový či stavební průmysl. S rostoucími cenami zboží postupně domácnosti omezují spotřebu veškerého zboží i služeb. Firmy proto musí reagovat. Výprodej produkce na snížené ceny je doprovázen zvyšováním efektivnosti výroby za pomoci snížení nákladů. Toto snížení obnáší prodej nepotřebných strojů, propouštění pracovníků a konec využívání bankovních úvěrů pro zvýšení výrobních kapacit. Bankám klesá poptávka po úvěrech a také dostatek důvěryhodných zákazníků. Tak jako firmy mají problémy platit své závazky, tak i domácnostem klesají příjmy díky rostoucí nezaměstnanosti. Zvýšená nezaměstnanost a pesimismus dále tlačí na snižování poptávky a míra inflace klesá. Podniky se dostávají do problémů a dříve realizované investice nepřinášejí očekávaný zisk. Státní rozpočty se ocitají v problémech v důsledku výpadku příjmů z daní a na druhé straně zvýšených transferů. Očištění ekonomiky o nejméně efektivní firmy přináší určitá pozitiva, na druhé straně však zvýšená nezaměstnanost ohrožuje jak fyzické tak psychické zdraví obyvatelstva. Pokud tento

pokles trvá dvě nebo více po sobě následujících období hovoříme o **recesi**. Dlouho trvající propad, doprovázen vysokou nezaměstnaností, nízkým produktem, stejně jako investicemi, při zvýšeném počtu úpadku firem a klesajících cenách označujeme jako **depresi**. Přes všechny tyto zdánlivě negativní projevy kontrakce ji však jde také vnímat jako jakýsi ozdravný proces po předchozím období přílišného optimismu, výroby i spotřeby, který nakonec přinese vyšší efektivitu.²

Tyto fáze hospodářského cyklu se neustále opakují, mají však vždy jinou délku a hloubku v závislosti na vnitřních a vnějších podmínkách dané ekonomiky.

1.2 Doba trvání jednotlivých fází hospodářských cyklů

Pro sledování vývoje hospodářských cyklů je důležité přesně vymezit počátek a konec fáze expanze a fáze kontrakce.

Tímto úkolem se ve Spojených státech amerických zabývá Národní úřad pro ekonomický výzkum (National Bureau of Economic Research; NBER). Komise pro datování hospodářských cyklů (Business Cycle Dating Committee), náležící pod NBER, zaznamenává chronologickou souslednost ekonomických expanzí a kontrakcí, nacházejících se mezi jednotlivými vrcholy a dny ekonomické aktivity.³ Ze závěrů této komise lze vyčíst, že v období relevantním pro tuto práci, se v americké ekonomice vystřídaly fáze hospodářského cyklu uvedené v Tabulce 1.

Tabulka 1: Vývoj fází hospodářského cyklu v USA

Fáze cyklu	Počátek	Konec	Doba trvání
Konjunktura	Březen 1991 (03/1991)	Březen 2001 (03/2001)	120 měsíců
Recese	Březen 2001 (03/2001)	Listopad 2001 (11/2001)	8 měsíců
Konjunktura	Listopad 2001 (11/2001)	Prosinec 2007 (12/2007)	73 měsíců
Recese	Prosinec 2007 (12/2007)	Červen 2009 (6/2009)	18 měsíců

Zdroj: NBER (<http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>)

V Japonsku sleduje vývoj hospodářských cyklů Institut pro ekonomický a sociální rozvoj (Economic and Social Research Institute; ESRI), spadající pod japonský Úřad vlády

² JUREČKA, Václav. Makroekonomie. Praha: Grada Publishing a.s., 2010. s. 238-240. ISBN 8024732580

³ National Bureau of Economic Research [online]. 20.9.2010 [cit. 2011-05-07]. US Business Cycle Expansions and Contractions. Dostupné z WWW: <<http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>>

(Cabinet Office). Pro určení jednotlivých fází hospodářského cyklu využívá souboru několika ekonomických indikátorů a indexů, nejen vývoj reálného HDP.⁴ Vývoj fází hospodářského cyklu od 90. let 20. století je zaznamenán v tabulce 2.

Tabulka 2: Vývoj fází hospodářského cyklu v Japonsku

Fáze cyklu	Počátek	Konec	Doba trvání
Konjunktura	Říjen 1993 (10/1993)	Květen 1997 (05/1997)	43 měsíců
Recese	Květen 1997 (05/1997)	Leden 1999 (01/1999)	20 měsíců
Konjunktura	Leden 1999 (01/1999)	Listopad 2000 (11/2000)	22 měsíců
Recese	Listopad 2000 (11/2000)	Leden 2002 (01/2002)	14 měsíců
Konjunktura	Leden 2002 (01/2002)	Říjen 2007 (10/2007)	69 měsíců
Recese	Říjen 2007 (10/2007)	Březen 2009 (03/2009)	17 měsíců

Zdroj: ESRI (<http://www.esri.cao.go.jp/en/stat/di/di2e.html>)

1.3 Vývoj teorií

První teorie hospodářského cyklu se začaly objevovat v první třetině 20. století.

1.3.1 Předkeynesiánské teorie

Jednou z prvních větví teorií hospodářského cyklu byly tzv. **Psychologické teorie**. Tyto teorie vysvětlují výkyvy ekonomické aktivity jako jakousi nákazu pozitivních, či negativních očekávání. Každá expanze způsobuje optimismus, který ji dále zintenzivňuje, naopak propad ekonomické aktivity způsobí ve společnosti vlny pesimismu, které tento propad také zintenzivňují. Přes zjevnou nedostatečnost tohoto modelu, se jako jeden z faktorů objevuje v mnoha dalších teoriích. Psychologickými příčinami hospodářských výkyvů se zabýval například John Mills ve své esejí „On Credit Cycles and the Origin of Commercial Panics“. Dalšími představiteli tohoto směru byli například Arthur Cecil Pigou a Walter Bagehot.

Měnové teorie považují za příčinu výkyvů změnu peněžní zásoby. Hlavními představiteli této teorie byli R.G.Hawtrey, K. Wicksell a F. von Hayek. Hawtrey tvrdil, že pokud je množství peněz v ekonomice stabilní, pak se udrží stabilní i produkt a cenová

⁴ Cabinet Office [online]. 2010 [cit. 2011-05-07]. Guide for Using Diffusion Indexes and Composite Indexes. Dostupné z WWW: <<http://www.esri.cao.go.jp/en/stat/di/di2e.html>>

hladina, a nebude tedy docházet k výkyvům. Wicksell si vysvětloval výskyt hospodářských cyklů odchýlením míry růstu peněžní zásoby od míry růstu potencionálního produktu. Řešení viděl v intervencích centrální banky, která by měla udržovat úroveň peněžní úrokové míry na úrovni přirozené úrokové míry a tím zabránit výkyvům cenové hladiny. Hayek viděl zdroj nestability v nerovnoměrném pohybu cen investičních a spotřebních statků, kdy cena investičních statků v době expanze nepřiměřeně roste a v době recese naopak nepřiměřeně klesá, aby se dostala na novou rovnovážnou úroveň. Jako hlavní příčinu recese pak vidí nedostatečnou míru úspor v období expanze, která zabraňuje tvorbě nových úvěrů. V období recese se omezuje spotřeba a dochází k obnově úspor. Východisko viděl v existenci tzv. „neutrálních peněz“, později však od tohoto řešení upustil pro jeho nerealizovatelnost.

První koncept **teorie přeinvestování** úzce souvisí s měnovými teoriemi, jež rozvinul F. A. Hayek a ostatní členové tzv. rakouské školy. Dle tohoto konceptu způsobují úrokové sazby pod rovnovážnou hladinou zvýšenou míru růstu investic, která předbíhá růst reálné agregátní poptávky, a v ekonomice je tedy přebytek investičního zboží v ekonomice. Druhý koncept vysvětluje hospodářský výkyv jako důsledek neudržitelného růstu investic zvláště v odvětvích průmyslu s vysokou dobou návratnosti. Problém této míry růstu investic je v delší produkční periodě, která společně s vysokou mírou optimismu, rostoucími cenami a výrobními maržemi láká stále více investorů, po uplynutí produkční periody je však trh přesycen spotřebním zbožím.

Joseph Schumpert ve 30. letech přišel s tzv. **inovační teorií**. Výkyvy ekonomické aktivity vysvětloval jako inovační vlny, které považoval za hlavní hnací motor ekonomiky. Velké objevy a inovace jako např. parní stroj, elektřina, jaderná energie, počítače aj. dodávají novou dynamiku do ekonomiky. Nová inovační vlna vždy přinese pozitivní nabídkový šok, který nastartuje zrychlený ekonomický růst. Po vyčerpání inovační vlny však vždy následuje prudké ekonomické zpomalení. Tyto vlny rozdělil do tří kategorií podle délky, jež je zároveň určena mírou důležitosti daných inovací. Kondratěvovy dlouhé vlny (54-60 let) souvisejí se stěžejními inovacemi, Juglarovy střední vlny (8-10 let) související s obnovou strojního kapitálu a Kitchinovy krátké vlny (34-40 měsíců) související s výkyvem stavu zásob. Tyto vlny se dle Schumperta vzájemně ovlivňují a tvoří „třícyklický“ model ekonomických cyklů. Hospodářská politika by se podle něj neměla snažit hospodářské cykly stabilizovat, protože i recese má svůj očištný význam, který je třeba pro zvýšení efektivity a uplatňování inovací. Navíc inovace vznikají decentralizovaně

a nelze je naplánovat, nelze tedy naplánovat ani kroky pro ustálení ekonomického růstu. Švéd G. Cassel viděl příčinu cyklů také v reálných faktorech (technologický pokrok, populační růst, objev nových přírodních zdrojů), které zvyšují míru investic. Ta však postupem času narazí na nedostatek úspor, což způsobí zvýšení peněžní úrokové míry, díky čemuž se určitá část investic stane ztrátovými a ekonomika pomalu přechází v recesi. I Cassel považoval cyklické výkyvy za přirozený a neodbouratelný důsledek technického pokroku.

1.3.2 Keynesiánské teorie

J. M. Keynes považoval hospodářské výkyvy za střídání vln investičního pesimismu a optimismu, čímž se mění agregátní poptávka, která ovlivňuje celkovou výkonnost ekonomiky. Tyto výkyvy se dle Keynese nejsou schopny napravit pomocí tržních mechanismů a je tedy třeba je vyladit pomocí vládních stimulů (zvýšené vládní výdaje, úprava daňové sazby).

Teorie akceleratorů a multiplikátorů se snaží vysvětlit ekonomické kolísání na základě vztahu investic a růstu hrubého národního produktu (HNP). Podle tohoto modelu jsou čisté investice kladné pokud HNP roste a naopak téměř nulové pokud se HNP nemění. Růst HNP tedy podnítl růst investic, jež společně s multiplikačním faktorem zapříčiní další růst HNP, a to až do té doby než dosáhne potencionálního produktu. Po dosažení potencionálního produktu začne tempo růstu HNP klesat až se zastaví. Tento pokles zapříčiní působení akceleratorů a multiplikátorů opačným směrem, a to až do doby, kdy dosáhne míra investic sedlového bodu. Investice se totiž skládají nejen z investic indukovaných, ale i obnovovacích, které slouží jako spodní hranice poklesu. Při dosažení této spodní hranice investic se pokles zastaví, což způsobí zastavení poklesu HNP. Obnovovací investice pak v souladu s principem akceleratorů poslouží opět k nastartování nových investic a tím i růstu HNP. Cyklus se tedy dostal opět do své první fáze a neustále se opakuje.

1.3.3 Nová konzervativní ekonomie

M. Friedman jako hlavní představitel **monetaristické teorie** vnímal jako příčinu vzniku hospodářských cyklů neočekávané změny v růstu nabídky peněz. Změny peněžní nabídky způsobují změnu očekávané inflace a tedy nepřiměřené chování ekonomických

subjektů na základě těchto mylných očekávání. V dlouhém období pak ekonomické subjekty toto své chování upravují a přizpůsobují se skutečnému vývoji ekonomiky. Tato teorie vychází z kvantitativní teorie peněz, podle níž při stabilní peněžní zásobě a její obrátkovosti nedochází k cyklickému vývoji ekonomiky.

1.3.4 Teorie reálného hospodářského cyklu

Tato teorie se soustředí na změny na nabídkové straně ekonomiky. Cyklické výkyvy jsou způsobeny změnou agregátní nabídky, jež je vyvolána změnou potenciačního produktu na základě určitého nabídkového šoku. Tímto šokem může být změna technologií, ale také např. války, neúroda, regulace, přírodní katastrofa, změny cen surovin a materiálů apod. Jakmile dojde k negativnímu nabídkovému šoku, sníží se potenciační produkt. Následně vzroste nezaměstnanost, v důsledku čehož klesne spotřeba. Podniky musí omezit investice. Berou si tedy méně úvěrů, čímž se sníží peněžní nabídka a tedy i agregátní poptávka. Změna peněžní zásoby je zde tedy chápána jako důsledek, ne příčina hospodářských cyklů. Představiteli těchto teorií byli například Finn E. Kydland a Edward C. Prescott.

Teorie sektorových změn vidí jako příčinu ekonomické recese potřebu přesunu pracovníků mezi sektory v důsledku strukturálních změn.

Teorie **politického hospodářského cyklu** vysvětlují kolísání ekonomické aktivity jako důsledek volebního cyklu. Předvolební snaha zalíbit se voličům způsobí zvýšené vládní výdaje, snižování daní a snahu přesvědčit centrální banku k makroekonomickému uvolňování. V ekonomice tedy dojde ke zrychlenému růstu, snížení nezaměstnanosti a růstu inflace. K nepopulárním restriktivním opatřením sahají vlády v období následujícím poměrně brzo po zvolení tak, aby na tyto opatření voliči do voleb co nejvíce zapomněli. Povolební restrikce tedy způsobí ekonomický propad. Je však třeba brát v úvahu, že na makroekonomické veličiny jako nezaměstnanost a inflace nemají vlády zdaleka tak velký vliv, aby tento model vysvětlil existenci hospodářských cyklů.

Teorie náhodné procházky vysvětluje kolísání ekonomické aktivity jako souhrn působení dočasných poptávkových a trvalých nabídkových šoků. Dočasné šoky způsobují náhodné výkyvy kolem dlouhodobě rostoucího trendu, jenž je způsoben přebytkem pozitivních šoků nad šoky negativními. Pokud je tedy ekonomika zasahována předem

neodhadnutelným mixem krátkodobých a dlouhodobých šoků, je prakticky nemožné realizovat stabilizační hospodářskou politiku.

Empirické poznatky ukazují, že každý ekonomický cyklus probíhá za jiných podmínek, a je tedy nemožné vysvětlit ekonomické kolísání pomocí jedné platné teorie. Za předpokladu analýzy příčin ekonomických výkyvů a zároveň podobností jednotlivých ekonomických cyklů však můžeme do určité míry pomocí těchto teorií vysvětlit evidované výkyvy daných ekonomik.

1.4 Makroekonomická rovnováha

S hospodářským cyklem velice úzce souvisí makroekonomická rovnováha. Každá ekonomika vyžaduje makroekonomickou stabilitu, aby mohla dlouhodobě prosperovat. Divoké výkyvy cen, směnných kurzů, úrokových měr a míry daňového zatížení odrazují privátní investice, které jsou přímým determinantem ekonomického růstu. Ekonomové a politici se přesto nedokážou shodnout na přesné definici stability a nejlepším způsobu jak ji zachovat.⁵

Rovnováha je primárně určena vztahem domácí nabídky s poptávkou. Vyrovnání nabídky s poptávkou je možno dosáhnout pomocí několika vyrovnávacích kanálů, mezi které patří kanál nabídky, poptávky, cenový, zahraničního obchodu a kursový.

Primární je kanál domácí nabídky. Pokud dokáže pokrýt domácí poptávku, je udržena rovnováha. Pokud však není schopna pokrýt potřeby domácí poptávky, musí dojít k vyrovnání rovnováhy a to pomocí kanálu cenového či zahraničního obchodu. Proto je pro udržení rovnováhy třeba, aby růst potencionálního produktu odpovídal růstu agregátní poptávky. Makroekonomická stabilita je tedy možná jen za předpokladu dostatečného a dlouhodobě udržitelného růstu výkonnosti ekonomiky. Pomoci udržet tuto rovnováhu by měla nabídkově orientovaná makroekonomická politika, a to pomocí několika kanálů.

⁵ WORLD BANK, The growth report: : strategies for sustained growth and inclusive development. Washington: Commission on Growth and Development, 2008. s. 53-54. ISBN 978-0-8213-7491-7

Kanál domácí poptávky je ovlivněn velkým množstvím faktorů, které jsou v čase velice nestálé a způsobují poptávkové šoky potažmo cyklický vývoj v ekonomice. Udržovat rovnováhu se zde snaží poptávkově orientovaná stabilizační makroekonomická politika, ovšem historicky s nízkou mírou úspěšnosti.

Cenový kanál slouží často k vyrovnaní nerovnováhy mezi nabídkou a poptávkou. K dosažení rovnováhy v tomto případě dochází pomocí úpravy cenové hladiny. Přizpůsobení relativních cen způsobí inflační (deflační) tlaky, které zvýší (sníží) cenovou hladinu na rovnovážnou úroveň. Inflace již nedosahuje díky vysoké konkurenci a stabilizační měnové politice stejně vysokých hodnot jako v historii, přesto je změna cenové hladiny nadále významným ukazatelem makroekonomické rovnováhy.

Vysoký význam díky rostoucí otevřenosti ekonomik má také kanál zahraničního obchodu. Díky tomuto kanálu získává ekonomika možnost vnějšího financování, čímž se přenáší vnitřní nerovnováha mezi nabídkou a poptávkou do nerovnováhy vnější. Finanční trhy však nejsou ochotny tuto nerovnováhu financovat věčně.

Kursový kanál neboli apretace, či depreciační měny mají také významný podíl na udržování rovnováhy. Vzhledem k vysoké míře globalizace dnešního světa a otevřenosti tržních ekonomik, má změna kurzu měny přímý vliv na vývoj cenové hladiny. Stejně tak přímo ovlivňuje množství vývozu a dovozu, to vše samozřejmě za předpokladu rozdílných měn obchodujících zemí.⁶

1.4.1 Vnitřní rovnováha

Hlavním ukazatelem vnitřní rovnováhy je vztah mezi potencionálním produktem a produktem skutečným, neboli **produkční mezerou**. Pokud je produkční mezeru kladná (skutečný produkt je vyšší než potencionální), dochází k inflačním tlakům a zvyšování úrokových sazeb. Ekonomika se přehřívá a úkolem hospodářské politiky v tomto případě by měla být snaha tomuto přehřívání zabránit. Při záporné produkční mezeře naopak růst produktu z pravidla nevyvolává inflační tlaky ani růst úrokových sazeb a umožňuje tedy tzv. neinflační růst. Hospodářská ekonomika by tedy měla tento ekonomický růst podporovat.

⁶ CZESANÝ, Slavoj. Hospodářský cyklus: teorie, monitorování, analýza, prognóza. Praha: Linde PRAHA, a.s., 2006. s. 25-27. ISBN 80-7201-576-1.

Inflace jako další ukazatel vnitřní rovnováhy vzniká díky nerovnováze domácí nabídky a poptávky. Cílem hospodářské politiky je udržet inflaci poměrně stabilní, ale ne příliš vysokou ani nízkou. Studie ukazují, že inflace vyšší než 10 % je pro hospodářský růst obecně škodlivá, stejně jako deflace.⁷ Tuto hranice však nelze přesně určit a budou se výrazně lišit v jednotlivých zemích a vyvíjet v čase.⁸ Nejpozitivnější vliv na ekonomický růst má inflace pohybující se kolem jejího cíleného či očekávaného rozpětí a zároveň by měla být poměrně stabilní z hlediska delšího časového horizontu (let). S touto stabilitou souvisí také další ukazatel a to odchylka skutečné inflace od průměrné inflace v dané fázi cyklu. Prorůstově působí právě inflace, jež se pohybuje kolem průměru dané fáze.

Veřejný dluh vyjadřuje míru zadlužení vládního sektoru a měříme ho v procentech k HDP. Pro hospodářskou stabilitu by například podle maastrichtských kritérií nemělo veřejné zadlužení přesáhnout 60 % a zároveň by měl být vývoj veřejného zadlužení stabilní. V obdobích hospodářského růstu by se tedy vlády měly snažit o snižování dluhu, aby poté v obdobích hospodářských poklesů měly odkud brát prostředky pro financování protikrizových opatření a zároveň nevznikala nestabilita v důsledku příliš vysoké míry veřejného zadlužení. Při analýze vlivu salda veřejných financí na ekonomickou situaci je třeba rozlišovat mezi jeho cyklickou složkou a složkou strukturální. Cyklická složka je ovlivněna vývojem HDP, při jeho růstu rostou také daňové výnosy a na druhou stranu zpravidla klesající nezaměstnanost zapříčiní menší výdaje na sociální dávky. Strukturální složka pak vyjadřuje deficit při ekonomické rovnováze. Pokud tedy strukturální deficit roste, je cílem fiskální politika podpora hospodářského růstu a naopak.

Nezaměstnanost je dalším ukazatelem vnitřní rovnováhy. Mimo svých negativních sociálních dopadů má vysoká míra nezaměstnanosti negativní vliv také na státní rozpočet a inflaci. Pro udržitelný růst je ideální rovnovážná míra nezaměstnanosti, pokud je nezaměstnanost nižší, vznikají v ekonomice inflační tlaky a naopak.

Pro vnitřní rovnováhu je dále velice významný **vztah mezi reálnými mzdami a produktivitou práce**. Pokud mzdy rostou rychleji než produktivita, vznikají inflační tlaky. Aby tyto tlaky na rovnováhu nevznikaly, je žádoucí aby růst mezd co nejvíce odpovídal růstu produktivity práce.

⁷ CZESANÝ, Slavoj. Hospodářský cyklus: teorie, monitorování, analýza, prognóza. Praha: Linde PRAHA, a.s., 2006. s. 30. ISBN 80-7201-576-1.

⁸ CECCHETTI, Stephen G.; GROSHEN, Erica L. Understanding Inflation: : Implications for Monetary Policy. National Bureau of Economic Research : Working Paper. 2000, 7482, s. 28.

Posledním ukazatelem vnitřní rovnováhy je **vztah mezi hrubou mírou úspor a investic**. Pokud je míra úspor a investic v nesouladu, vzniká nerovnováha, která se přelévá také do nerovnováhy vnější (deficit běžného účtu platební bilance). Nestanovuje se přirozená míra úspor ani investic, hlavní je jejich rovnováha, aby bylo dostatek úspor pro financování investic.

1.4.2 Vnější rovnováha

Základní ukazatelem vnější rovnováhy je saldo běžného účtu platební bilance. Od tohoto salda se odečítají přímé zahraniční investice, vzhledem k tomu, že jsou považovány za bezproblémovou formu financování deficitu běžného účtu. Vývoj běžného účtu platební bilance je ovlivňován hlavně měnovým kurzem, fází hospodářského cyklu doma i v zahraničí a dalšími faktory (legislativa, cla).

Dalším ukazatelem je zahraniční zadluženost, do které se nepočítají přímé ani portfoliové investice, ale jen dluhové financování. Vyjadřuje se ve vztahu k HDP a k nerovnováze ekonomika směřuje, pokud vnější zadluženost přesáhne 35-40 %.⁹ Souvisejícím indikátorem je poměr krátkodobého zahraničního dluhu k dlouhodobému (splatnost více než 1 rok). Rizikový je tento poměr tehdy, pokud krátkodobé dluhy tvoří 40 a více procent dluhu celkového.¹⁰

Důležitým faktorem vnější rovnováhy je samozřejmě také měnový kurz a jeho vývoj. Díky stabilnímu měnovému kurzu se ekonomika je schopná vyhnout náhlým šokům a umožňuje exportérům a importérům dlouhodobé plánování.

1.5 Spekulativní bublina

Kurzy cenných papírů, nemovitostí nebo komodit čas od času náhle nadměrně rostou bez toho, aby pro tento rapidní vzestup bylo možné najít přijatelná a uspokojivá fundamentální vysvětlení. Vše však musí jednou skončit, i tento fundamentálně neopodstatněný růst kurzů. Razantní vzestup kurzů se náhle, zpravidla bez předchozího

⁹ RICCI, Luca Antonio, et al. External debt and growth. Washington : International Monetary Fund, 2002. s. 19.

¹⁰ CZESANÝ, Slavoj. Hospodářský cyklus : teorie, monitorování, analýza, prognóza. Praha: Linde PRAHA, a.s., 2006. s. 33. ISBN 80-7201-576-1.

zřejmého varování zastavuje a kurzy prudce padají dolů. Tyto zvláštní jevy na trzích, kdy se kurzy dočasně velmi výrazně odchylují od své rovnovážné úrovně (tedy vnitřní hodnoty neboli jakési „správné ceny“) kalkulované fundamentálními analytiky nazýváme spekulativními bublinami. Pro vznik spekulativních bublin existují tři vysvětlení.

Prvním z nich je davová psychologie. Vznik bubliny je odstartován nějakou významnou událostí. Do hry vstoupí lidský faktor a investoři zprávu příliš optimisticky či naopak negativně zhodnotí. Toto nadměrné zhodnocení události implikuje následnou nadměrnou reakci investorů, kteří na základě svého neadekvátního zhodnocení dané události okamžitě zahajují nákupy, případně prodeje daného cenného papíru, čímž tlačí kurzy stále výš, případně níž. Podle Le Bonovy psychologie davu¹¹ jsou extrémní pocity a nálady v davu rychle nakažlivé, a proto se vzniklá vlna optimismu (pesimismu) šíří davem tak dlouho až je celý dav investorů doslova sevřen a ovládán optimistickou (pesimistickou) hysterií.

Druhé možné vysvětlení podává tzv. teorie hlučného obchodování, podle níž lze investory rozdělit na dvě skupiny. Sofistikované investory, kteří mají dostatek informací a zkušeností a jsou situaci schopni racionálně zhodnotit a využít. Druhá skupina tzv. „hlučných“ investorů naopak postrádá tyto znalosti a schopnosti a svým chováním odchylují kurzy cenných papírů od jejich reálné hodnoty.

Třetí možnost vysvětlení je neefektivita trhu. Na efektivním trhu by se ceny cenných papírů měli od své „správné hodnoty“ odchylovat jen velmi málo a krátkodobě. V 80. a 90. letech minulého století bylo však provedeno několik studií, které prokázaly existenci určitých jevů na trhu cenných papírů, jež jsou zcela v rozporu s efektivním fungováním tohoto trhu.¹²

1.6 Vládní stabilizační politika

Když se svět mezi lety 1929 a 1932 ocitl v zatím nejtvrdějším a široce rozšířeném depresi, která se z USA rozšířila do Evropy a trvala téměř dekádu, bylo jasné, že je třeba najít způsob jak těmto krizím do budoucna předcházet a zmírnit jejich důsledky. To vedlo Keynese k vytvoření jeho makroekonomického modelu, který hájí potřebu státních zásahů

¹¹ GUSTAVE, Le Bon. Psychologie davu. 3. Praha : Kra, 1994. 159 s. ISBN 9788090152786

¹² VESELÁ, Jitka . Investování na kapitálových trzích. Praha : ASPI a.s., 2007. s. 518-519.

do ekonomiky. Od druhé světové války většina industrializovaných ekonomik světa rostla navzdory velkým výkyvům hospodářských cyklů. To znamená, že každé dno stejně jako vrchol cyklu byly výše než to předchozí a celkový trend tedy zůstává pozitivní. Úkolem státní stabilizační politiky bylo proto dosažení dvou hlavních cílů:

- Reálný produkt ekonomiky by se měl pohybovat co nejbližšího potenciálního produktu nebo produktu při rovnovážné míře nezaměstnanosti
- Snížení cyklického kolísání za pomoci anticyklické politiky¹³

Vlády by tedy měli zastávat expanzivní politiku v dobách recese a snižovat daně za současného zvyšování transferů, a naopak v době přílišné expanze tlumit růst za pomoci zvýšení daní a snížení transferů. Například v době, kdy se ekonomika přehřívá a agregátní poptávka přesáhla nabídku, zvýšení daní odčerpá více peněz ze společnosti, a zabrání tím inflaci, která by jinak dříve zmíněnou nerovnováhou byla vyvolána. Zároveň tím vláda získá do rozpočtu více prostředků, které pak bude moci použít období recese, kdy bude uplatňovat opačnou politiku. Velice důležité je také načasování v případě, že by vláda zasáhla proti přehřívání ekonomiky až v době, kdy už ekonomika zpomaluje, způsobí jen prohloubení následné recese.¹⁴

Alternativní přístup nabízí anticyklická hospodářská politika s kořeny v monetaristické teorii, klasické makroekonomii a ekonomii strany nabídky. Její snahou není ovlivnit agregátní poptávku, ale naopak nabídkovou stranu ekonomiky a měnovou politiku. Cílem je opět dynamický ekonomický růst, vysoká zaměstnanost a finanční stabilita. Podstatnou roli hraje měnová politika orientovaná na nízkou stabilní inflaci a udržení výkonu ekonomiky poblíž potenciálního produktu.

¹³ MACDONALD, Nadia Tempini . Macroeconomics and business: : an interactive approach. Padstow : Cengage Learning EMEA, 1999. s. 126-127. ISBN 1861524501

¹⁴ tamtéž

2 Dot.com bublina

Tato kapitola se věnuje porovnání hospodářských cyklů USA a Japonska. Pro tento účel jsem se rozhodl vybrat příklady výkyvů hospodářské aktivity, které jsou časově co nejbližší současnosti. Aktuálnost je velice důležitá z důvodu neustále se měnících podmínek fungování jednotlivých ekonomik (vnitřních i vnějších). K porovnání hospodářských cyklů USA a Japonska jsem tedy vybral jednu konjunkturu a dvě recese, které v posledních dekáдах tyto země postihly. První z nich je recese zapříčiněná prasknutím dot.com bubliny.

Hypotézy o hospodářském cyklu

- Ekonomiky Japonska a USA jsou natolik provázané, že vývoj jejich hlavních makroekonomických veličin a tedy i hospodářských cyklů bude velice podobný.
- Vlády Japonska a USA se v období hospodářského růstu nesnaží snižovat schodek státního rozpočtu, a mít tak větší množství levnějších prostředků pro stimulaci ekonomiky v období kontrakce ekonomiky.

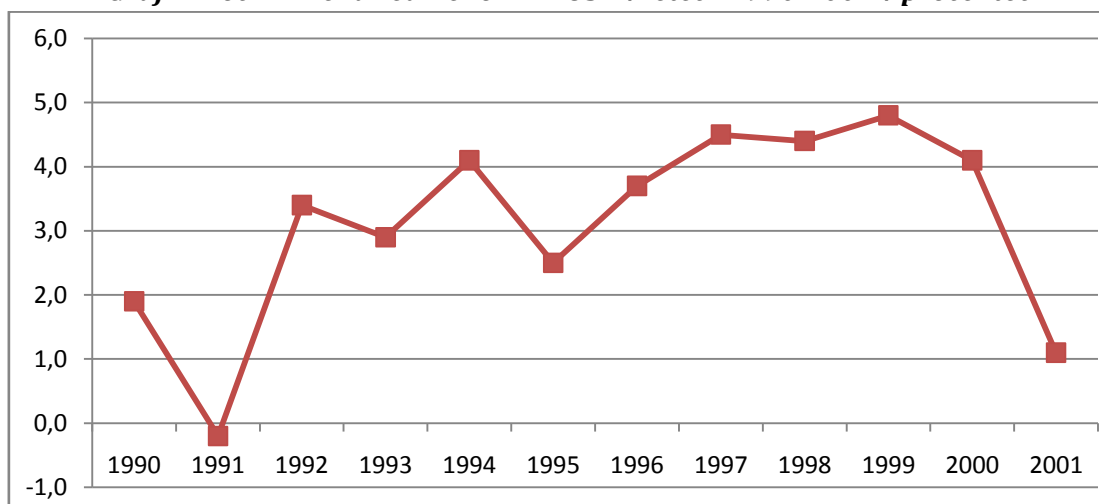
2.1 Ekonomická situace před prasknutím internetové bubliny

Nová ekonomika ve Spojených státech amerických

Ekonomika USA v průběhu 90. let, poté co se dostala z recese v letech 1991-1992, vykazovala nadprůměrný růst (viz graf č. 1). Tento růst byl podpořen růstem cen akcií, zejména pak akcií technologických společností. Zároveň v tomto období stoupala produktivita práce za nízké inflace a snižující se míry nezaměstnanosti.¹⁵

¹⁵ CALLAHAN, Gene; GARRISON, Roger W. Does Austrian business cycle theory help explain the dot-com boom and bust?. The quarterly journal of austrian economics [online]. 2003, 6, 2, [cit. 2010-11-09]. Dostupný z WWW: <http://mises.org/journals/qjae/pdf/qjae6_2_3.pdf>.

Graf 1: Roční změna reálného HDP USA v letech 1990-2001 v procentech



Zdroj: OECD Statistics - Real GDP Growth Rates (<http://stats.oecd.org/>)

Na ekonomický růst reagovala americká centrální banka FED (Federal Reserve System) zvýšením úrokových sazeb ze 3 % v roce 1994 na 5-6 % v letech 1995-2000.¹⁶ Po poskytnutí pomoci v krizi se potácejícímu Mexiku se objevila hrozba podobného kolapsu Japonska. Umělé posílení dolaru, které podpořilo japonské exportéry, zároveň vyvolalo zvýšení peněžní zásoby. Za normálních okolností by se zvýšení peněžní zásoby mělo projevit na inflaci, ta však díky uměle sníženým cenám dováženého zboží zůstala na nízké úrovni. Zvýšený objem peněz v ekonomice byl investován především na akciových trzích v USA a trzích aktiv zemí východní Asie. Technologický akciový index NASDAQ Composite začal rapidně růst a v roce 1995 poprvé v historii pokořil hranici 1000 bodů. Příčiny tohoto vzestupu cen akcií jsou dále rozebrány v kapitole 2.3.1.

Po nástupu Billa Clintona do prezidentské funkce byly oznámeny plány jeho administrativy. Zvýšení vládních investic do veřejného sektoru a daňové úlevy pro podporu investic. Snižování nezaměstnanosti přes úroveň plné zaměstnanosti (za niž je v USA považována nezaměstnanost mezi 5-6 %) pokračovalo až na úroveň pod plnou zaměstnaností. Tato úroveň symbolizuje přehřátí ekonomiky a byl to tedy spíše politický než ekonomický krok. Akciové trhy také na každé další zdánlivě pozitivní snížení nezaměstnanosti reagovaly nezvykle negativně. Tehdejší předseda FED Alan Greenspan ale věřil, že stará ekonomická pravidla již v „New Economy“¹⁷ neplatí. Změnu

¹⁶ Federal Reserve System [online]. 2010, April 27, 2010 [cit. 2010-11-09]. FED Open Market Operations Archive. Dostupné z WWW: <<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>>.

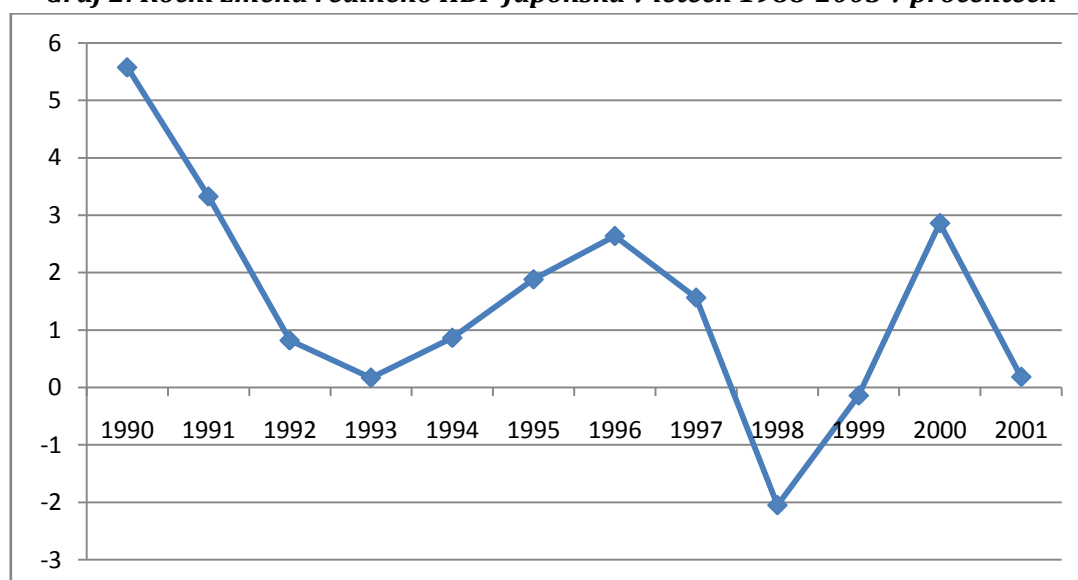
¹⁷ „New Economy“ neboli „nová ekonomika“ je termín popisující nové fungování ekonomiky, vyvolané díky technologickému rozvoji (především informačních technologií) a rozmachu globalizace, přinášející zvýšenou produktivitu práce a ekonomický růst při nižší nezaměstnanosti i inflaci. Viz. HEPLER, Bradford B. The New

vysvětloval zvýšením produktivity práce díky novým technologiím a zvýšení kapitálu. Jak se později ukázalo, produktivita práce se opravdu zvyšovala více než v první polovině 90. let, ne však tolik jak se předpokládalo.¹⁸

Ztracená dekáda v Japonsku

Devadesátá léta v Japonsku jsou označována jako „ztracené desetiletí“. Poté co centrální banka na počátku dekády omezila svou expanzivní politiku, následovalo desetiletí nestability, dvou recesí a krátkodobých oživení.

Graf 2: Roční změna reálného HDP Japonska v letech 1988-2003 v procentech



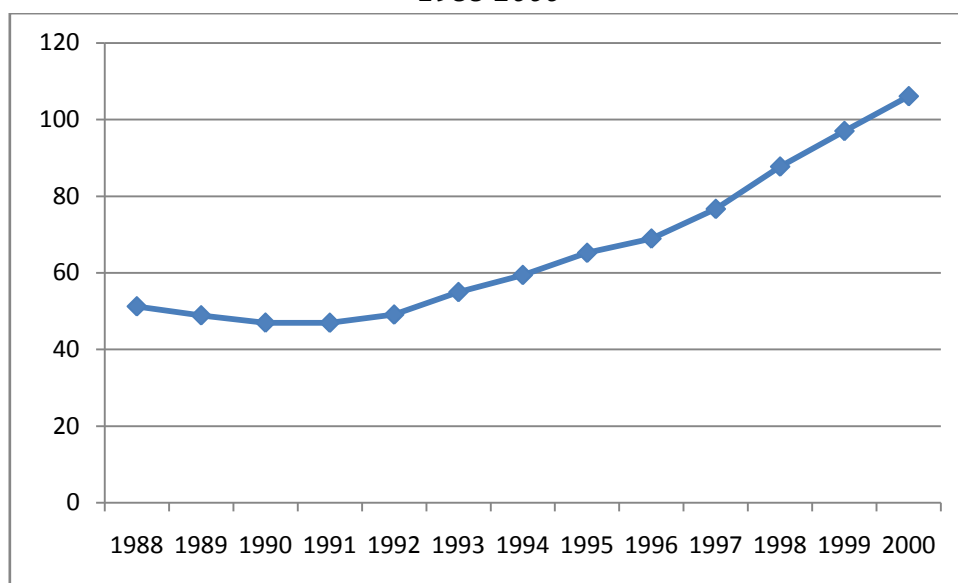
Zdroj: OECD Statistics - Real GDP Growth Rates (<http://stats.oecd.org/>)

Proti první recesi na začátku 90. let bojuje japonská vláda sérií fiskálních injekcí. Mimo jiné i to přispívá ke zhoršující se situaci veřejných rozpočtů, kdy japonský hrubý veřejný dluh stoupl z 63,9 % HDP v roce 1990 na 135,4 % HDP v roce 2000 (viz graf č. 3). Mimo toho také centrální banka snižuje úrokové sazby.

Economy of the United States: : A new mode of production?. Maryland, US, 2006. 258 s. Dizertační práce. University of Maryland, College Park

¹⁸ COCHRAN, John P.; YETTER, Noah; GLAHE, Fred R. Capital-Based Macroeconomics: : Boom and Bust in Japan and the U.S. Indian Journal of Economics and Business. 2004, 3, 2, s. 1-16. Dostupný také z WWW: <http://www.ijeb.com/Issues/data/June04_1_cbmbabijatus.pdf>.

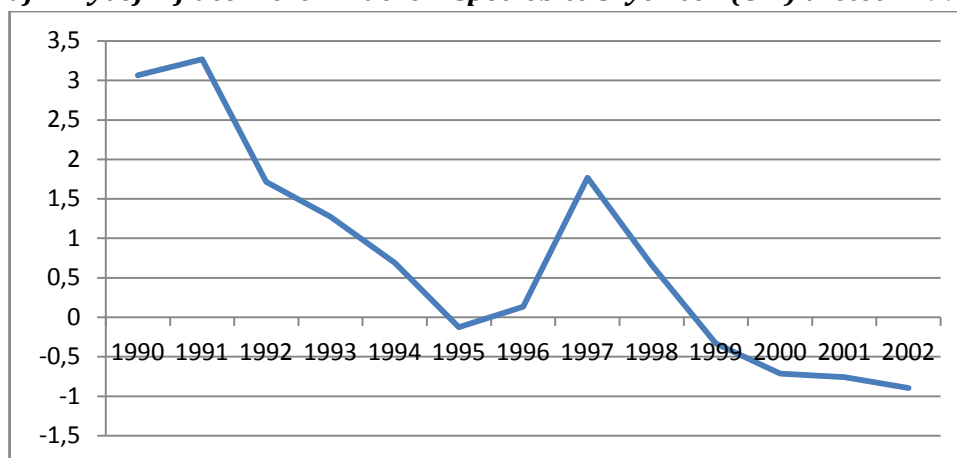
Graf 3: Vývoj kumulovaného hrubého veřejného dluhu Japonska v poměru k HDP v letech 1988-2000



Zdroj: OECD Statistics - Central Government Debt (<http://stats.oecd.org/>)

Finanční injekce pomohly znovu nastartovat ekonomiku a v 1995 a 1996 již HDP roste o 2 %, respektive 2,75 % (viz graf č. 2). Toto období provází také velice nízká inflace (viz graf č. 4) a posilující kurz jenu, který posiloval nejen vůči dolaru, ale vůči všem významným světovým měnám. V dubnu 1990 bylo možno jeden dolar nakoupit za 158,5¥, což bylo lokálním minimem, v červenci roku 1995 stál jeden dolar již jen 87,24¥, což bylo naopak maximum.¹⁹ To bylo velice nevýhodné pro domácí importéry, a investice se proto začaly pomalu přesouvat do zahraničí. Naopak import zboží převážně z asijských rozvojových zemí se výrazně zvyšuje.

Graf 4: Vývoj inflace měřen indexem spotřebitelských cen (CPI) v letech 1990-2002



Zdroj: OECD Statistics - Consumer Prices - Annual inflation (<http://stats.oecd.org/>)

¹⁹ Bank of Japan Statistics [online]. 2010 [cit. 2010-11-09]. Bank of Japan. Dostupné z WWW: <[http://www.stat-search.boj.or.jp/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$graphwnd_en](http://www.stat-search.boj.or.jp/cgi-bin/famecgi2?cgi=$graphwnd_en)>.

V roce 1996 se nová vláda zavazuje k reformám, které mají zabránit fiskální situaci země v neustálém zhoršování a zároveň zemi připravit na zhoršování demografické situace²⁰. Zvýšení daní, sociálních a zdravotních odvodů a snížení veřejných investic tak v součinnosti s působením asijské měnové krize, která v roce 1997 zasáhla východní Asii, zapříčiní, že se ekonomika Japonska dostává v červnu 1997 do deprese, ve které zůstane až do roku 1999.

2.2 Propad na burze v roce 2001

2.2.1 Příčiny dot-com bubliny

V druhé polovině devadesátých let zažíval internet začátek boomu. V listopadu roku 1993 byl na trh uveden zdarma první grafický internetový prohlížeč Mosaic od firmy NCSA a již v dalším roce ho po celém světě používalo několik milionů uživatelů.²¹ Na trhu se začíná objevovat početná skupina tzv. dot-com firem (název od přípony www stránek „.com“) a jen přípona „.com“ případně předpona „e-“ okamžitě zvedá v očích investorů jejich hodnotu. Firmy ke zvýšení startovního kapitálu využívají levné úvěry při nízkých úrokových sazbách a zároveň získávají kapitál na trhu, kde nabízejí své akcie, případně hledají investory. Většina těchto firem nemá žádný zisk a není to ani jejich cílem. Nabízejí své produkty zadarmo v naději, že takto získají co největší tržní podíl a jméno jejich značky se stane veřejně známým, což by na stále rostoucím trhu mohlo přinést zisky v budoucnu. Víra v strategii „Get Big Fast“ se stává v „New Economy“ široce uznávanou.²²

Jako příklad je možno uvést firmu Netscape Communications, jejíž internetový prohlížeč Netscape Navigator se stal brzy nejpopulárnějším na trhu. V září roku 1995 se

²⁰ Stejně jako v ostatních vyspělých zemích od druhé světové války rostla střední délka života a naopak snižovala se porodnost. V roce 1992 již v Japonsku úhrnná plodnost poklesla pod 1,5 narozeného dítěte připadajícího na jednu ženu a tato tendence pokračovala i v dalších letech. Viz. Ministry of Health, Labour and Welfare [online]. 2009 [cit. 2011-05-07]. Summary of vital statistics. Dostupné z WWW: <<http://www.mhlw.go.jp/english/database/db-hw/populate/pop4.html>>

²¹ NCSA [online]. 2010 [cit. 2010-11-09]. About NCSA Mosaic. Dostupné z WWW: <<http://www.ncsa.illinois.edu/Projects/mosaic.html>>.

²² DOMS, Mark. The Boom and Bust in Information Technology Investment. FRBSF Economic Review [online]. 2004, 2, [cit. 2010-11-09]. Dostupný z WWW: <<http://www.frbsf.org/publications/economics/review/2004/er19-34bk.pdf>>.

firma rozhodla pro uvedení svých akcií na trh. Původní cena jedné akcie při IPO (initial public offering = první veřejná nabídka akcií na trhu) byla stanovena na rozmezí 12-14 dolarů. Ukázalo se však, že za tuto cenu nabídka zdaleka nepokryje poptávku, a tak byla cena při uvedení na trh přehodnocena na 28 dolarů za akcii, což znamenalo ohodnocení firmy na více než miliardu dolarů. Akcie firmy, která nikdy nevyprodukovala zisk, ukončili první den obchodování na burze na hodnotě 58,25 dolarů za akcii. Tímto byl podpořen optimismus investorů a naděje v obrovské zisky tohoto odvětví dále rostly.²³

Jedním z hlavních důvodů víry investorů v obrovské zisky dot.com firem byla digitalizace. Digitalizace je proces, při němž jsou slova, data, hudba, filmy, obrázky apod. přeměněny v bity a následně, uložené v mikroprocesoru, zobrazitelné na obrazovce počítače. S příchodem internetu tak už nikdo nechtěl chodit na poštu, ale raději posílat e-mail. Nové digitální fotografie umožňovaly další úpravy, stejně jako se daly během pár sekund odeslat na druhou stranu světa. Investoři sledující rozmáhající se snahy vše digitalizovat pak začali mylně předpokládat, že poptávka po službách internetových společností bude nekonečná.²⁴

2.2.2 Prasknutí bubliny

Obrovská likvidita na konci roku 1999 a začátku roku 2000 pomohla indexu NASDAQ Composite vyrůst o 83 % za pouhých šest měsíců na své maximum 5048 bodů v pátek 10. března. Již v pondělí před otevřením trhu následoval výprodej a za následujících šest dnů se index propadl o téměř 9 %.²⁵ Následovala řetězová reakce a většina investorů prodávala své akcie prostě proto, že je prodávali všichni ostatní. Od června 1999 do května 2000 FED šestkrát zvedl úrokové sazby o dohromady 1,75 procentního bodu, a ekonomika začala ztrácet momentum.²⁶ Ke špatné náladě na trhu přispěl také soudní spor USA proti firmě Microsoft, kvůli jeho aplikaci Internet Explorer, která byla automatickou součástí vše operačních systémů Microsoft Windows, což bylo

²³ CALLAHAN, Gene; GARRISON, Roger W. Does Austrian business cycle theory help explain the dot-com boom and bust?. The quarterly journal of austrian economics [online]. 2003, 6, 2, [cit. 2010-11-09]. Dostupný z WWW: <http://mises.org/journals/qjae/pdf/qjae6_2_3.pdf>.

²⁴ FRIEDMAN, Thomas L. The World Is Flat: : A Brief History of the Twenty-First Century. 3rd. Washington, DC : Douglas & McIntyre, 2007. s. 77-78. ISBN 9781553651758

²⁵ Yahoo Finance [online]. 2010 [cit. 2010-11-09]. Historical Prices. Dostupné z WWW: <<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=^IXIC+Historical+Prices>>

²⁶ Federal Reserve System [online]. 2010, April 27, 2010 [cit. 2010-11-09]. FED Open Market Operations Archive. Dostupné z WWW: <<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>>

posouzeno jako monopolní chování. Zároveň se v předvánoční sezóně roku 1999 ukázalo, že většina internetových obchodníků nedokázala dostát očekávaným hospodářským výsledkům (výsledková sezóna, kdy většina firem zveřejňuje své hospodářské výsledky za předešlý rok, je na přelomu února a března).

Velká část dot-com podniků ukončovala svou činnost poté, co spotřebovaly veškerý kapitál, který do nich byl investován. Některé z nich bez toho, aby za celou dobu své existence vykázaly čistý zisk. Medvědí trh (z dlouhodobého hlediska klesající) pokračoval až do roku 2003.

2.3 Ekonomické dopady prasknutí dot-com bubliny

Spojené státy americké

Několik společností se potýká s velkými dluhy, ze kterých se nemohly nikdy zotavit. U jiných velkých společností jako WorldCom, bylo zjištěno používání účetních podvodů, jimiž nadsadily zisky o miliardy dolarů. Mnoho telekomunikačních společností také končí v bankrotu. Jiné společnosti vyčerpaly veškerý kapitál a byly koupeny jinými nebo zlikvidovány. Investiční podniky jako Citicorp, Merrill Lynch apod. byly pokutovány nebo obviněny pro podvod za klamání investorů. Tisíce zaměstnanců bylo propuštěno ve jménu snižování nákladů a restrukturalizace podniků. Za pouhých 18 měsíců ztratily technologické podniky na hodnotě 5 bilionů dolarů (oceněno hodnotou akcií). To vše se stalo společností bez životaschopného obchodního modelu. Naopak společnosti s úspěšným obchodním modelem, jako Google, Amazon, eBay, Microsoft apod., vyšly z krize úspěšně a prokázaly se dlouhodobě života schopné.²⁷

Americká centrální banka v roce 2001 celkem 11 krát snižuje úrokové míry (z 6,5 % na 1,75 %, v roce 2002 pak na 1,25 %) ²⁸ pro obnovení růstu a zabraňuje tak pokračování recese (viz. graf č. 5). V roce 2001 rostl HDP USA o 1,1 % a o rok později

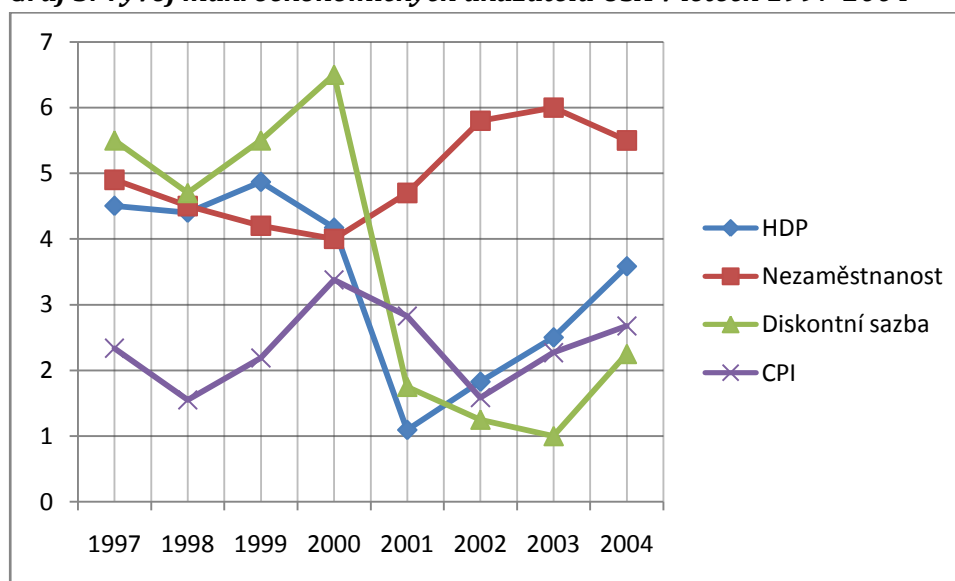
²⁷ DOMS, Mark. The Boom and Bust in Information Technology Investment. FRBSF Economic Review [online]. 2004, 2, [cit. 2010-11-09]. Dostupný z WWW: <<http://www.frbsf.org/publications/economics/review/2004/er19-34bk.pdf>>

²⁸ Federal Reserve System [online]. 2010, April 27, 2010 [cit. 2010-11-09]. FED Open Market Operations Archive. Dostupné z WWW: <<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>>

již o 1,8 %.²⁹ Nezaměstnanost stoupla ze svého minima (4 % v roce 2000) na 6 % v roce 2003, poté však začala opět klesat a udržela se tedy v podstatě plná zaměstnanost.³⁰ Výpadek investic podniků je nahrazen soukromou spotřebou, která se díky nízkým úrokům snadno dostupných půjček udržuje na vysoké úrovni. Napumpováním peněz do ekonomiky se tedy povedlo odvrátit krizi za cenu vzrůstajícího veřejného zadlužení, a reálná ekonomika tak nekopírovala s půlročním zpožděním, jak bývá běžné, vývoj na akciových trzích.

Zároveň je nutno dodat, že prasknutí dot-com bubliny nebyla jediná událost, která ovlivňovala ekonomickou situaci země. Teroristický útok 11. září 2001 na budovy Světového obchodního centra zanechal stopu napříč celou ekonomikou, nejen v USA. Americké burzy zůstaly na 5 dnů po útocích uzavřeny, aby poté zaznamenaly propad o přibližně 16 % (NASDAQ Composite).³¹ Byla krátkodobě ochromena letecká doprava a postižen celý letecký průmysl a turismus. Následný boj proti terorismu naopak pomohl nastartovat s ním spojené sektory ekonomiky.

Graf 5: Vývoj makroekonomických ukazatelů USA v letech 1997-2004



Zdroj: OECD Statistics (<http://stats.oecd.org/>)³²

²⁹ OECD [online]. 2010 [cit. 2010-11-09]. Country statistical profiles. Dostupné z WWW: <<http://stats.oecd.org/>>

³⁰ OECD [online]. 2010 [cit. 2010-11-09]. Country statistical profiles. Dostupné z WWW: <<http://stats.oecd.org/>>

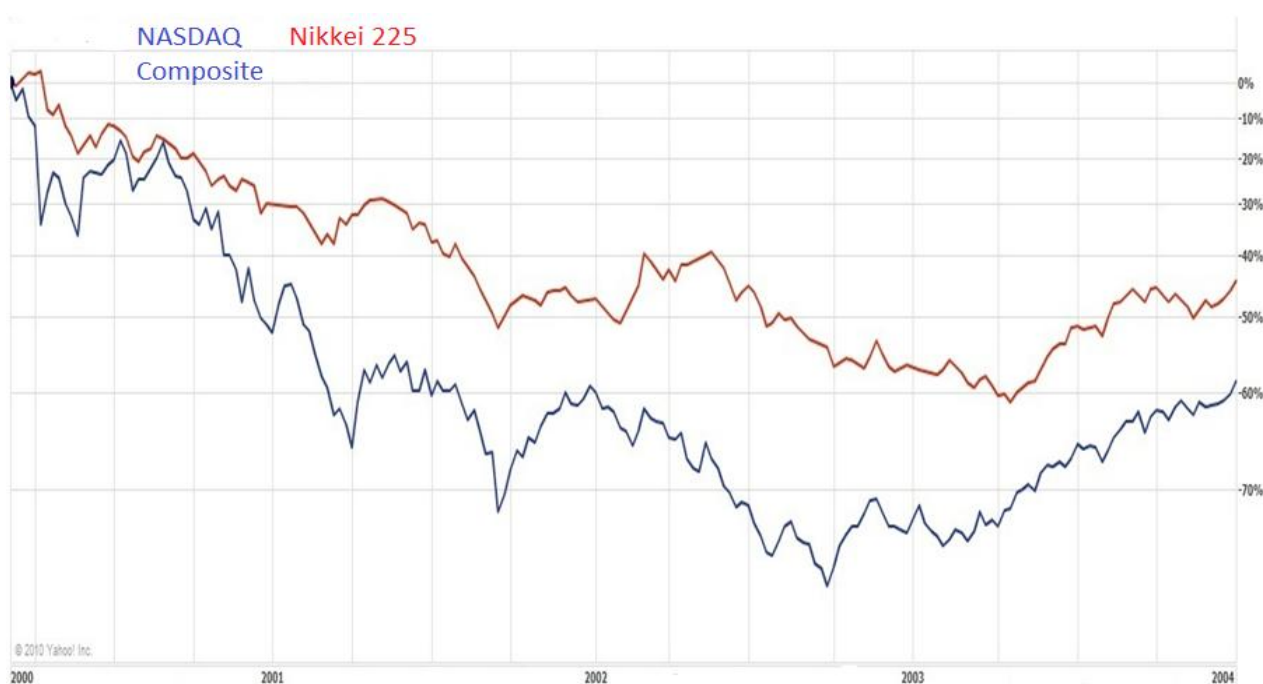
³¹ Yahoo Finance [online]. 2010 [cit. 2010-11-09]. Historical Prices. Dostupné z WWW: <<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=^IXIC+Historical+Prices>>

³² Změna reálného HDP; Harmonizovaná nezaměstnanost; CPI (Consumers Price Index) = roční změna cenové hladiny

Japonsko

Dopad prasknutí dot-com bubliny na ekonomiku Japonska nebyl natolik znatelný jako v USA. Japonský hlavní akciový index Nikkei 225 od 10. března 2000 klesal jen o něco méně než americký NASDAQ (viz graf č. 6), na rozdíl od něj však v předcházejícím období neprošel podobným boomem jako americký akciový index. Naopak zažíval období stagnace a následného poklesu v letech 1997-1999, poté zaznamenal nárůst v řádu několika desítek procent, nikdy se však nedostal na hodnoty z let 1994, případně 1996. Pokles zde byl způsoben celosvětovým negativním naladěním investorů a byl přibližně stejný jako například v Evropě.

Graf 6: Srovnání vývoje akciových indexů NASDAQ Composite a Nikkei 225 od 6. března 2000 (vyjádřeno jako změna oproti počátečnímu stavu)

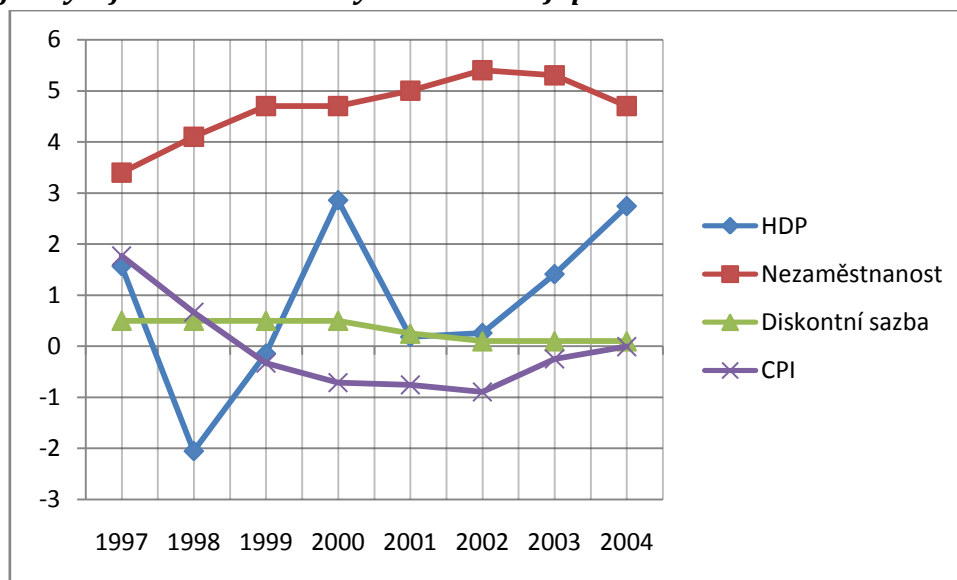


Zdroj: Yahoo Finance (<http://finance.yahoo.com/>)

Díky propojenosti světových akciových trhů se v Japonsku odehrál scénář velice podobný tomu americkému. Přece jen však zde lze najít lepší ohodnocení firem a především menší přesycenost trhu dot.com firmami. Mezi nejznámější firmy se zaměřením na informační technologie, které byly nuceny ukončit svou činnost, patří: J-side.com; Boook.com a Xaque.com.

Nezaměstnanost v Japonsku počínaje rokem 2001 začne po jednoleté stagnaci opět stoupat, naopak meziroční změna HDP se po nadějném roce 2000 vrátí na dva roky téměř na nulu (viz graf č. 7). Diskontní sazba je od konce roku 2001 udržována na hodnotě 0,1 % z důvodu deflace.

Graf 7: Vývoj makroekonomických ukazatelů Japonska v letech 1997-2004



Zdroj: OECD Statistics (<http://stats.oecd.org/>)³³

Opět je nutno dodat, že není možno určit, do jaké míry tyto veličiny byly ovlivněny prasknutím dot-com bubliny a do jaké míry je ovlivnily strukturální reformy premiéra J. Koizumiho (premiérem v letech 2001-2006).

³³ Změna reálného HDP; Harmonizovaná nezaměstnanost; CPI (Consumers Price Index) = roční změna cenové hladiny

2.4 Srovnání

Technologická bublina byla klasickým příkladem spekulativní bubliny na akciových trzích. Její vznik v USA na konci století byl mimo obecného nadšení a víru v nové technologie a jejich ekonomickou výnosnost způsoben také příliš pomalým omezením finanční zásoby. Při očividném zhoršení situace zareagoval FED uvolněním měnové politiky a povedlo se mu dokonce zabránit recesi (bráno na roční bázi). Rozšíření krize do ostatních sektorů ekonomiky bylo omezené a zvýšená spotřeba domácností udržela ekonomiku nad vodou. Nezaměstnanost se vyšplhala na 6 %, ale poté začala opět klesat a udržela se tak v podstatě na hladině plné zaměstnanosti. Přes následnou katastrofu 11. září 2001 dokázala americká ekonomika vstřebat prasknutí technologické bubliny velice rychle a nastartovat stabilní růst. Zároveň se však začalo zvyšovat veřejné zadlužení, což jak se v současné době ukázalo, může mít tragické důsledky.

Japonský akciový trh byl stejně jako ostatní světové trhy postihnut situací, jež měla původ na druhé straně světa. Vzhledem k trvalým problémům, jimiž tato asijská ekonomika od začátku 90. let trpěla, se velice obtížně posuzují následky jedné konkrétní události, přesto je však zřejmé, že prasknutí technologické bubliny dopomohlo k zastavení slabého růstu HDP, který byl však velice pravděpodobně způsoben právě nafukováním bubliny. Díky deflaci nemělo již Japonsko možnost uvolňovat měnovou politiku, která byla již dříve velice expanzivní, přesto se Japonsko až do roku 2008 vyhnulo recesi.

Vliv na hospodářské cykly byl v obou zemích velice podobný, zatímco v USA převládala snaha ekonomický propad zastavit pomocí snížení úrokových sazeb, Japonsko díky absenci této možnosti sáhlo k strukturálním reformám (neměly za cíl řešit přímo situaci nastalou díky dot.com bublině, ale celkovou ekonomickou situaci země). Stejně tak jako v obou zemích došlo k propadu HDP v tomtéž roce (o 3 % v obou zemích), tak i ukončení krize růst HDP nastal v obou zemích ihned dalším rokem. Stejně tak vývoj nezaměstnanosti v obou zemích byl v období okolo dot.com bubliny podobný.

3 Konjunktura začátku tisíciletí

3.1 Průběh konjunktury

Spojené státy americké

V roce 2001 začala ve světě zatím poslední ukončená expanze, co se hospodářských cyklů týče. Tato expanze pokračovala až do roku 2007, a byla tedy delší než většina expanzí, kterými světová ekonomika od druhé světové války prošla. Díky včasnému zásahu americké centrální banky FED v roce 2001, neboli snížení úrokových sazeb z 6,5 na 1,25 procenta během jednoho roku, se americká ekonomika vyhnula jinak téměř jisté dlouhotrvající recesi, která nakonec trvala jen 8 měsíců. Místo toho se ekonomika od roku 2001 nastartovala a vývoj makroekonomických veličin zamířil opět vzhůru. Tomuto růstu napomohly také daňové škrtý z let 2001 a 2003, jejich příspěvek k expanzi však není natolik zřejmý vzhledem k tomu, že expanzi předchází z 90. let předcházelo naopak zvyšování daní.

Přes nadprůměrnou délku této expanze se jedná o nejslabší expanzi od druhé světové války, co se růstu HDP týče. Oproti očekávání se ani nezaměstnanost nevyvíjela příliš pozitivně a v prvních dvou letech počet nezaměstnaných naopak rostl. I poté se však nová pracovní místa v ekonomice tvořila přibližně dvakrát pomaleji než při předchozích ekonomických expanzích.³⁴

Mimo daňových škrtů se americká administrativa snažila podpořit ekonomiku také pomocí zvyšujících se vládních výdajů. Ty zaznamenaly mezi lety 2001 a 2006 nárůst o 43 %, v tom samém období však také klesaly vládní příjmy. Kombinace těchto dvou faktorů zapříčinila zvyšující se deficit státního rozpočtu, což v období hospodářského růstu není vhodný přístup.

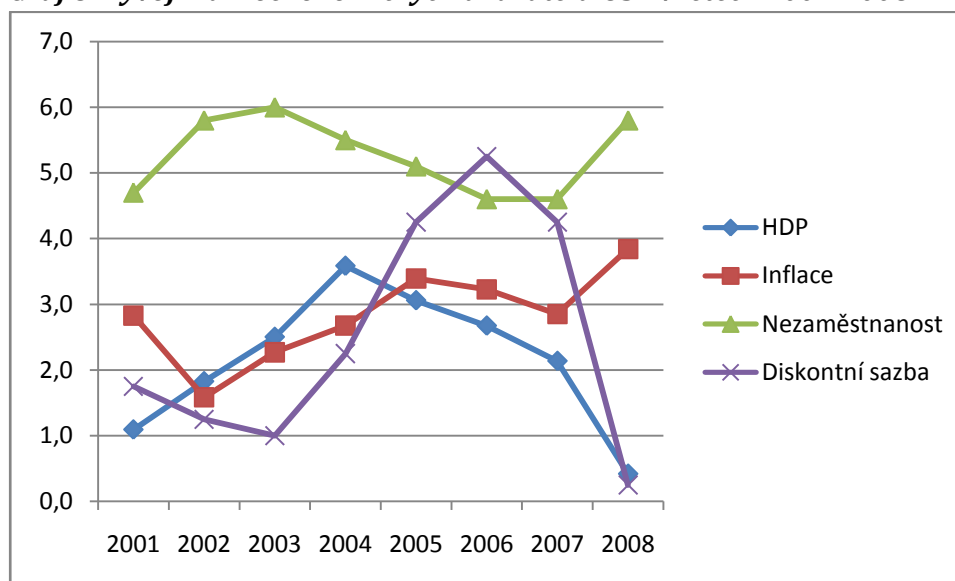
Ekonomickému růstu napomáhali také zvyšující se příjmy firem. Díky stagnujícím reálným mzdám, při rostoucí produktivitě práce, stejně jako outsourcingu do zemí s nižšími náklady na produkci vzrostli zisky před zdaněním americkým firmám mezi lety 2002 a 2006 ze 730 miliard dolarů na 1400 miliard dolarů a jejich podíl na HDP

³⁴ HERMAN, Howard J. SHERMAN, Paul; MILLER, John. The Roller Coaster Economy: : Financial Crisis, Great Recession, and the Public Option. New York : M.E. Sharpe, 2009. s. 36. ISBN 0765625385

se zvýšil za to samé období z 6 % na 10 %.³⁵ K tomuto růstu přispěl také oslabující dolar, který zvýšil zahraniční zisky amerických společností při převedení na dolary.

V tomto období také pokračovala obchodní bilance USA v negativním vývoji předchozích let. Díky ekonomickému boomu neustále rostl import zejména zboží. Bilanci služeb má USA dlouhodobě kladnou, podobně jako další vyspělé ekonomiky. Svého negativního vrcholu dosahovala obchodní bilance USA právě ke konci ekonomického boomu v letech 2005-2007, kdy přesahovala -700 miliard ročně.³⁶

Graf 8: Vývoj makroekonomických ukazatelů USA v letech 2001-2008



Zdroj: OECD Statistics (<http://stats.oecd.org/>)³⁷

Japonsko

Po krátké expanzi (22 měsíců), která přešla v listopadu 2000 do recese (14 měsíců), dochází k opravdovému zlepšení v lednu 2002, kdy nastává 69 měsíců trvající expanze, ukončena až v říjnu 2007. Roční změna HDP v letech 2001 a 2002 nepřekračuje ani jediné procento a k opravdovému zlepšení dochází až v roce 2003, kdy už hospodářský růst dosahuje 1,8 % (viz graf č. 9). Při tomto růstu však v Japonsku nadále panuje deflace, zčásti zapříčiněna deregulací v některých sektorech služeb, zčásti substitucí drahých domácích produktů levnějším importem. To však jistě nejsou jediné

³⁵ Bureau of Economic Analysis : National Income and Product Accounts [online]. 2011 [cit. 2011-05-08]. National Economic Accounts. Dostupné z WWW: <<http://www.bea.gov/national/an1.htm>>

³⁶ Bureau of Economic Analysis [online]. 2011 [cit. 2011-05-02]. Dostupné z WWW: <<http://www.bea.gov/international/index.htm#trade>>

³⁷ Změna reálného HDP; Harmonizovaná nezaměstnanost; CPI (Consumers Price Index) = roční změna cenové hladiny

příčiny japonské deflace, která je velice neobvyklá, zvláště pak její pokračování i při hospodářské expanzi, která je od roku 2003 poměrně výrazná. Zčásti se japonská deflace dá vysvětlit deflačními očekáváními, které se po letech snižujících se cen ve společnosti zažily, tento jev je však velmi neobvyklý a nesrovnatelný se situací kdekoliv jinde ve světě.

Hlavním tahounem japonské ekonomiky v době expanze byl především export, jehož hodnota stoupla ze 482,5 miliard USD v roce 2002 až na 840,5 miliard dolarů v roce 2007 (nárůst o 42,8 %).³⁸ Významnou roli má především export do asijských zemí a v roce 2003 se po USA stává druhým největším exportním trhem pro Japonsko Čína.

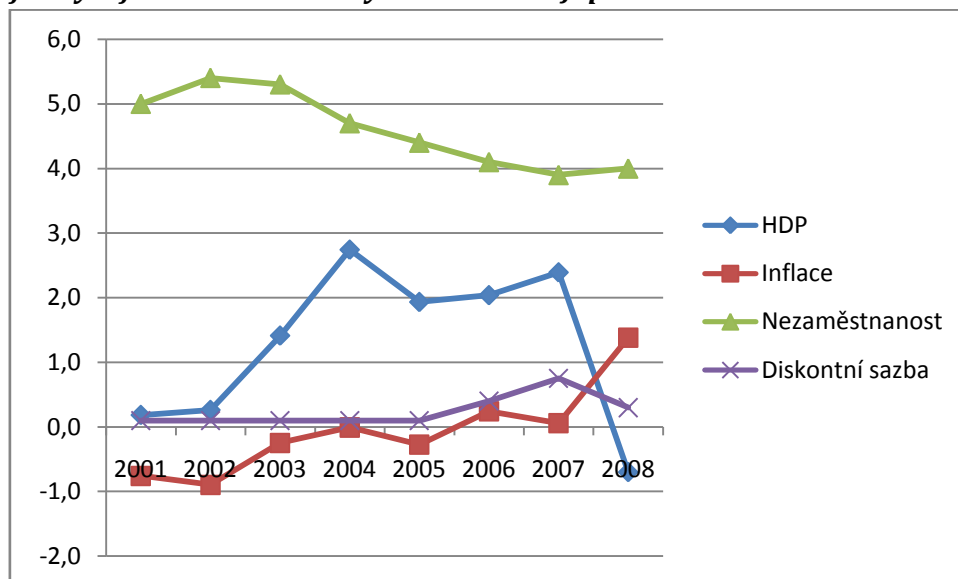
Z důvodu deflace a nemožnosti ovlivňovat nadále změnu peněžní nabídky pomocí úrokových sazeb, které již jsou od roku 2001 udržovány na téměř nulové úrovni, hledá japonská vláda další prostředky, jak do ekonomiky napumpovat více peněz. Tuto situaci se nakonec pokouší vyřešit zvýšením minimálních rezerv komerčních bank. Ke zvyšování těchto rezerv dochází až do roku 2006, kdy je tato politika opuštěna z důvodu inflace, která nabývala již 4 měsíce kladných hodnot. V tom samém roce také centrální banka zvýšila diskontní sazbu na 0,4 %.³⁹

V oblasti fiskální politiky přichází od roku 2001 v Japonsku také velké změny. Nový premiér Džunichiro Koizumi je nucen vypořádat se s hrozivě narůstajícím veřejným zadlužením a zároveň neohrozit začínající ekonomický růst. Toho se pokouší dosáhnout pomocí postupně zaváděných strukturálních reforem. Mezi tyto kroky patří například privatizace státních podniků, deregulace zdravotnictví a školství, snižování státních výdajů, snížení počtu státních zaměstnanců a podpora malých soukromých podniků. Díky těmto reformním snahám se výše japonského deficitu sice nezačne snižovat, jeho růst však výrazně zpomalí.

³⁸ Country statistical profiles : Exports of goods + services [online]. 2011 [cit. 2011-05-08]. OECD. Dostupné z WWW: <<http://stats.oecd.org/>>

³⁹ The Basic Discount Rate and Basic Loan Rate [online]. 2008 [cit. 2011-05-08]. Bank of Japan. Dostupné z WWW: <<http://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/discount/cdab0101.csv>>

Graf 9: Vývoj makroekonomických ukazatelů Japonska v letech 2001-2008



Zdroj: OECD Statistics (<http://stats.oecd.org/>)⁴⁰

3.2 Srovnání expanzí

Vývoj v obou zemích v době expanze na začátku tisíciletí byl více než podobný. Americká ekonomika sice rostla rychleji než ta japonská, to se ale díky japonské situaci dalo očekávat. Díky tomu se také Japonsko uchyluje k strukturálním reformám, a politice kvantitativního uvolňování jako opatřením proti deflaci. Velké množství reforem, stejně jako očištění finančního sektoru od špatných půjček, deregulace ekonomiky a privatizace státních podniků měly za cíl především zlepšení ekonomické situace v střednědobém horizontu a zlepšení konkurenceschopnosti japonské ekonomiky na globálním trhu.

Naopak americká administrativa nedokázala dostatečně včas rozpoznat rostoucí bublinu na trhu nemovitostí, jejíž tvorba byla podporována nízkými diskontními sazbami. Rostoucí ceny na trhu nemovitostí tak i při pro většinu obyvatel stagnujících mzdách dovolily financovat zvýšenou spotřebu pomocí hypoték. K tomu se neustále zvyšovaly vládní výdaje (především armádní), stejně jako státní dluh, jehož zvyšování se naopak povedlo v Japonsku alespoň dočasně omezit.

⁴⁰ Změna reálného HDP; Harmonizovaná nezaměstnanost; CPI (Consumers Price Index) = roční změna cenové hladiny

4 Hypoteční krize

4.1 Příčiny vzniku krize

Příčiny vzniku krize, která se od roku 2007 šíří mezi světovými ekonomikami, jde hledat především v řešení krize předchozí. Řešení dopadů technologické bubliny pomocí snížení úrokových sazeb jistě pomohlo ekonomice znovu se postavit na nohy, jejich ponechání na nízké úrovni po dobu dalších tří let však společně s dalšími faktory napomohlo tvorbě nové bubliny díky velkému množství peněz v ekonomice.

Prasknutí této bubliny pak zapříčinily tři hlavní faktory a to, neschopnost splácet úvěry, padající ceny nemovitostí a posléze nedostatečná likvidita bank.

Snižující se nezaměstnanost a rostoucí spotřeba v době expanze hnala americkou ekonomiku nahoru, velký podíl na tomto růstu měly také investice do bydlení, které americká vláda navíc podporovala. Přes veškeré kolísání hospodářských cyklů, ceny domů v USA od roku 1940 do roku 2007 neustále rostly, a za toto období se nestalo ani jednou, že by průměrná cena domu v USA klesla dva roky po sobě.⁴¹ V desetiletí předcházejícím prasknutí bubliny v roce 2007 vyrostly ceny domů o 134 % podle S&P Case-Shillerova indexu cen domů⁴² zatímco inflace během toho samého období byla jen 29 %. Ceny domů nerostly na celém území USA stejnou rychlostí, největší nárůst zaznamenala města jako Los Angeles, San Diego a San Francisco, kde se ceny více než ztrojnásobily během deseti let. Proto velká část veřejnosti, stejně jako předseda FEDu Alan Greenspan, věřila, že se jedná spíše o sérii lokálních bublin na trhu s nemovitostmi, než o celonárodní problém. V podstatě byl tento předpoklad pravdivý, ukázalo se však, že množství těchto bublin bylo bezprecedentní.⁴³

Tento boom na trhu nemovitostí byl umožněn díky nízkým úrokovým sazbám, které umožňovaly lidem brát si hypotéky za velice výhodných podmínek. Hypotéky na 15 a více let měly při pevném úročení úrok okolo 5 %, hypotéky s pohyblivou úrokovou

⁴¹ HARDAWAY, Robert M. The Great American Housing Bubble: : The Road to Collapse. Santa Barbara, California : ABC-CLIO, 2011. s. 17. ISBN 978-0-313-38228-4

⁴² Index sleduje vývoj cen nemovitostí určených k bydlení jak na národní úrovni tak regionálně, hodnoty jsou počítány měsíčně a publikovány s dvouměsíčním zpožděním. Viz. Standard & Poor's [online]. 2011 [cit. 2011-05-08]. S&P/Case-Shiller Home Price Indices. Dostupné z WWW: <<http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/us/?indexId=spusa-cashpidff--p-us---->>

⁴³ CALVERLEY, John. When bubbles burst: : surviving the financial fallout. Boston: Nicholas Brealey Publishing, 2009. s. 97-99. ISBN 9781857885231

mírou pak okolo 3,5 %. Právě tento typ hypoték s pohyblivou úrokovou zapříčinil při náhlém zvýšení úrokových sazeb neschopnost některých majitelů těchto hypoték splácet a jejich nemovitosti tak propadly bance.

Tyto hypotéky si brali také lidé, kteří neměli dostatečně vysoký příjem, aby je byli schopni splácet, což však prodejcům hypoték placeným provizemi za uzavřené obchody nevadilo. Kontrola, kterou klienti dříve procházeli, aby jim byl úvěr přidělen, jakoby najednou neexistovala. Domy, které od těchto klientů připadly bankám, se začaly hromadit v jejich aktivech, protože je nebyli schopné prodat, aniž by prodělali. Tato situace pro banky byla velice nečekaná, vzhledem k historicky neustále rostoucím cenám nemovitostí.

Ceny nemovitostí však začaly na konci roku 2007 padat, stejně jako prodeje nových domů, které se snižovaly již od začátku roku, celkově však ceny domů za rok 2007 stouply. Díky vyšším úrokovým sazbám se jednoduše snížila poptávka po nových domech, což již cenám neumožňovalo dále růst, zároveň díky stále většímu počtu lidí, kteří nebyli schopni splácet úvěry, a jejich domy propadly bankám, stoupala nabídka. Misky vah se tedy obrátily a ceny začaly padat. Bublina praskla.

Poskytování úvěrů také klientům s vysokým rizikem nesplacení by bylo pro banky příliš velké riziko, a tak musely tyto „podřadné hypotéky“ nějakým způsobem pojistit. Navíc stále rostoucí zájem o výhodné hypotéky, které byly v období konjunktury dostupné téměř komukoliv, nutil banky hledat nové zdroje financování stále dalších hypoték. Aby tuto situaci vyřešily, stále více hypoték se začalo slučovat dohromady a prodávat jako cenné papíry na finančním trhu (Mortgage backed bonds) případně se pojistily proti nesplacení (Credit Default Swap). Banky tak přenesly riziko na kupce těchto cenných papírů a jediné na čem u těchto bezrizikových úvěrů záleželo, byl objem a k němu příslušné provize. Tyto úvěry začali poskytovat také nezávislí finanční zprostředkovatelé, a bylo ho tedy možné získat doslova na ulici. Tito zprostředkovatelé nenesli žádné riziko vzhledem k tomu, že hypotéky také ihned prodávali dále, ale nespádali ani pod bankovní dohled. Některé hypotéky navíc umožňovaly majitelům splácet menší splátky po dobu několika prvních let. Následné navýšení splátek společně s růstem úrokových sazeb způsobilo u některých majitelů dluhopisů s proměnnou sazbou neschopnost splácet.

Hypotéky se tak staly obrovským zdrojem příjmů pro investiční banky, které je kupovaly od komerčních bank a zprostředkovatelů. Sloučené hypotéky poté bez problémů prodávaly dál vzhledem k poměrně vysokému výnosu vzhledem k riziku, který

tento cenný papír zdánlivě přinášel. Ratingové agentury dávaly těmto instrumentům téměř bezrizikové ohodnocení, některé takovéto instrumenty dostaly dokonce ohodnocení AAA (což odpovídá např. ratingu Německa nebo Microsoftu). Předpokládalo se, že diverzifikace a členění strukturovaných dluhopisů do tříd omezí riziko na minimum. Nepočítalo se však s výrazným propadem cen podkladových aktiv, který byl však po prasknutí bubliny na trh nemovitostí značný.

4.2 Průběh krize

Spojené státy americké

Okamžitým indikátorem intenzity a šíře finanční krize byl akciový trh. Ceny akcií se během týdne propadly o 25 % (22. – 29. září 2008). Tento propad se po dalším půl roce (2. března 2009), zastavil až téměř na 50 % hodnoty. Navíc stoupající míra neplacených úvěrů a bankrotů vytvořila dojem, že aktiva se najednou stanou bezcenné. Tržní cena akcií Freddie Mac (trh hypoték) se z 63 USD za akcii 8. 10. 2007, propadla až a 0,88 USD za akcii 28. 10. 2008. Představa že i zdánlivě bezpečná firma může další den ráno zbankrotovat, zmrazila úvěrový trh. Půjčování je založeno na důvěře a ta se okamžitě vypařila. Jedna z možností jak tuto důvěru změřit, hodnota mezibankovní sazby LIBOR (sazba pro krátkodobé půjčky mezi bankami navzájem) se v říjnu 2008 více než zdvojnásobila z 2,5 % na 5,1 % a v průběhu prvních dvou říjnových týdnů se mezibankovní půjčky v podstatě neuskutečňovaly.

S oslabující ekonomikou se vláda přesouvala od podpírání ohrožených bankovních institucí k řešení rapidně se zhoršujících ekonomických podmínek. Přes pokračující akce na záchranu bank, pojišťoven a dalších finančních institucí se prioritou staly stimulační balíčky. Amerika nakonec uvolnila na podporu ekonomiky v roce 2009 nejvíce na světě a to 787 miliard USD. Tyto peníze směřovaly do rozvoje infrastruktury, zdravotnictví, vzdělání, energetiku, daňové škrty, podporu v nezaměstnanosti a další.

Japonsko

Japonsko se stejně jako ostatní velké ekonomiky snažilo zaplavit trh likviditou, aby zabránilo dalšímu šíření krize. A v politice monetárních stimulů pokračovala japonská centrální banka také v následujících měsících. Stejně jako ostatní centrální banky, napumpovala Bank of Japan koncem září a začátkem října 2008 desítky miliard dolarů do finančních trhů. Ke snížení úrokových sazeb sáhla 31. října, šlo o snížení z 0,5 % na 0,3 %. K dalšímu snížení sazeb došlo 19. prosince na 0,1 %. Zpočátku se zdálo, že Japonsko bude světovému dění poměrně izolované díky svým dobře kapitalizovaným bankám⁴⁴, značnými rezervami a přebytkem běžného účtu. Díky dostatečnému množství kapitálu se na začátku krize podařilo japonské největší bance Mitsubishi UFG Group a největší makléřské společnosti Nomura nakoupit části amerických investičních bank, když se krize v říjnu začala prohlubovat.

Ale jakmile začaly západní ekonomiky zpomalovat, japonská izolace se začala ztenčovat. Japonská ekonomika je vysoce náchylná na zpomalení zemí, do nichž exportuje, především USA a Evropy, ale také do Číny (od roku 2009 je Čína největším exportním trhem pro Japonsko⁴⁵). Japonská vláda se snažila prosadit rozpočtové stimuly pro oživení ekonomiky (107 miliard USD schváleno v září a dalších 54 miliard USD 27. ledna). Po propadu na burze a krachu některých větších společností, se dohodly obě japonské největší politické strany (Liberálně demokratická strana a Demokratická strana Japonska) na obnovení zákona, který dovoluje vládě nakupovat aktiva pro podporu soukromých bank.⁴⁶

⁴⁴ V 90. letech došlo k řadě bankovních skandálů, které dobrou pověst japonského bankovního sektoru zpochybnil. V letech 1996–1999 přijala vláda opatření na očištění bankovního sektoru prostřednictvím rekapitalizace bank, deregulace a liberalizace finančních služeb. Viz BusinessInfo.cz [online]. 2011 [cit. 2011-05-08]. Japonsko: Finanční a daňový sektor. Dostupné z WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/japonsko-financni-a-danovy-sektor/5/1000424/#sec4>>

⁴⁵ BusinessInfo.cz [online]. 2011 [cit. 2011-05-08]. Japonsko: Zahraniční obchod země. Dostupné z WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/japonsko-zahranicni-obchod-zeme/6/1000424/>>

⁴⁶ NANTO, Dick K. Global Financial Crisis: : Analysis and Policy Implications. [s.l.] : DIANE Publishing, 2010. s. 65-66. ISBN 9781437919844

4.3 Dopady krize

Spojené státy americké

Díky protikrizovým opatřením nejsou dopady krize tak velké jak zpočátku některé předpovědi očekávaly. Záchrana velkých finančních institucí (např. AIG, Citi Bank, Bank of America) a podpora dalších důležitých sektorů ekonomiky, především automobilového průmyslu, přinesla částečné obnovení důvěry. K tomu také pomohlo zvýšení regulace finančních institucí a trhu s hypotékami. Tyto opatření mají za cíl také zabránit opakování krize. Výměnou za státní podporu byli její příjemci nuceni k restrukturalizaci, díky čemuž se zvýšila efektivita. Krize také pomohla snížit deficit obchodní bilance, který se v roce 2009 snížil na -374 miliard dolarů, zčásti díky snížení importu, zčásti díky oslabujícímu dolaru. V dalším roce již však deficit díky ekonomickému oživení dosahoval bezmála 500 miliard dolarů.

Kvantitativní uvolňování⁴⁷ zastavilo, případně zpomalilo propad akciových trhů a také trhu nemovitostního, který však po ukončení státní stimulace pokračoval v pádu. Je však třeba dát si pozor na to, kdy zastavit tok dalších peněz do ekonomiky, aby se neopakovala situace po technologické bublině a přísun nových peněz nezpříčinil bublinu novou. Dalším důležitým ukazatelem, který s tím souvisí je inflace, ta se však stále drží na velice nízké úrovni díky nízké spotřebitelské poptávce.

Rozporuplně jsou přijímány také stimulační balíčky (především ze strany republikánů, proti těmto stimulačním balíčkůům však byla také řada ekonomů jako například Martin Feldstein⁴⁸), které se zaměřovaly více na krátkodobé projekty, než na investice a projekty dlouhodobé. Velká část peněz byla vynaložena na zvýšení spotřeby a podporu v nezaměstnanosti místo tvorby nových pracovních míst, což krátkodobě zlepší

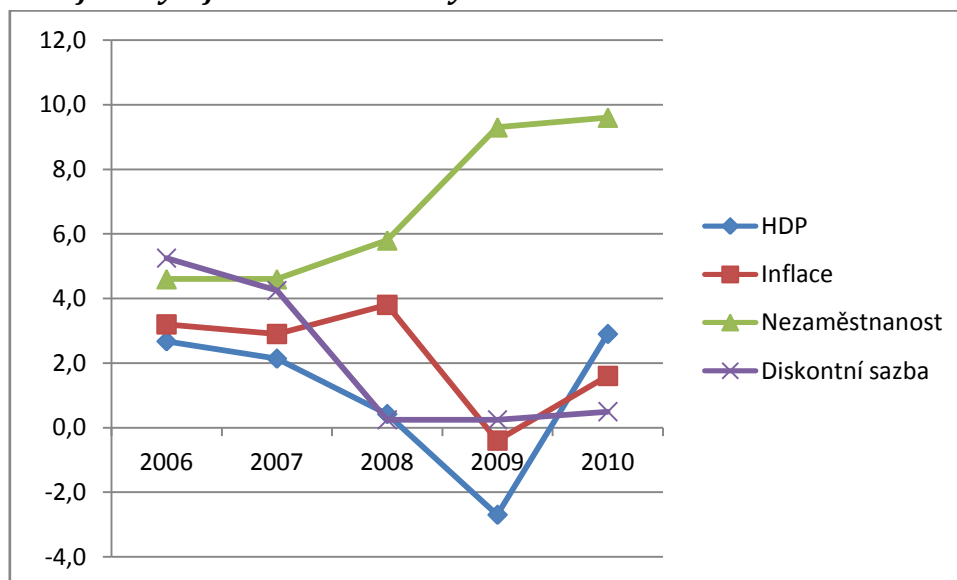
⁴⁷ Kvantitativní uvolňování je způsob provádění měnové politiky v situaci, kdy centrální banka již není schopna snižovat diskontní sazbu, neboť ji už snížila na hodnotu blízkou nule. Podstatou kvantitativního uvolňování jsou nákupy aktiv od komerčních bank ze strany centrální banky, které vytváří u komerčních bank poměrně vysokou zásobu volných rezerv. Smyslem tohoto typu politik je posílit bilanční i tržní likviditu bankovního systému a minimalizovat riziko nárůstu úrokových sazeb v důsledku nedostatečné likvidity. Viz Česká národní banka: Slovníček pojmů [online]. 2011 [cit. 2011-05-08]. Zprávy o finanční stabilitě. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/FS_2009-2010/FS_2009-2010_slovník_pojmu.pdf>

⁴⁸ Patria Online [online]. 2011 [cit. 2011-05-08]. ČTK: Obamův stimulační plán terčem politické i ekonomické kritiky. Dostupné z WWW: <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1354158/ctk-obamuv-stimulacni-plan-tercem-politicke-i-ekonomicke-kritiky---shrnuti.html>>

situaci obyvatel, dlouhodobě však může dojít k ztrátě motivace hledat si nové zaměstnání.

Přetrvávajícím problémem je tak především vysoká nezaměstnanost, kterou se nepodařilo výrazněji snížit a tak zůstává na dvojnásobné hodnotě oproti situaci před krizí. Dalším problémem, který si americká ekonomika z krize odnesla, je rapidně se zvyšující zadlužení země. Díky snížení daňových příjmů a naopak zvýšené podpoře v nezaměstnanosti, stejně jako obrovským stimulačním balíčkům, vzrostlo zadlužení v poměru k HDP v letech 2009 a 2010 o téměř 10 % ročně. Vyvstává tak otázka zda řešení krize nebylo příliš drahé a následná potřeba snížit státní zadlužení nezpomalí hospodářský růst.

Graf 10: Vývoj makroekonomických ukazatelů USA v letech 2006-2010



Zdroj: OECD Statistics (<http://stats.oecd.org/>)⁴⁹

Japonsko

Japonská ekonomika se musela vyrovnat především s propadem exportu, který tvoří více než 15 % HDP. Při srovnání výše exportu s předchozím rokem se japonský export po pádu Lehman Brothers v říjnu 2008 propadl o 7,9 %, v listopadu již o 26,8 % a prosinci o 35 %. Tento propad následoval i v roce následujícím, kdy činil 45,7 % v lednu a v únoru dokonce Japonsko exportovalo jen polovinu oproti předchozímu roku. Propad exportu pak podle očekávání následovala také průmyslová produkce, která se propadla v únoru o 40 % oproti předchozímu roku. Tak vysoký propad má na svědomí především

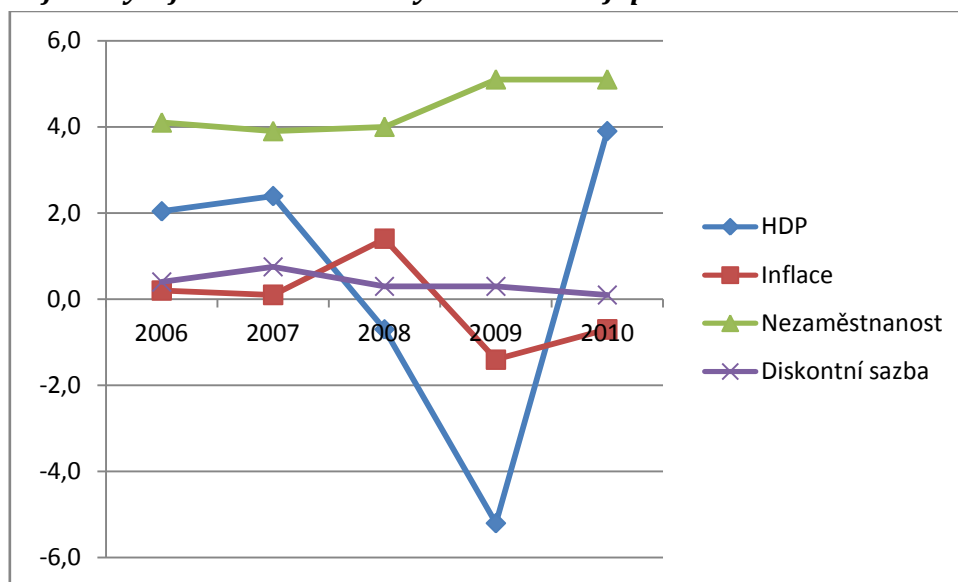
⁴⁹ Změna reálného HDP; Harmonizovaná nezaměstnanost; CPI (Consumers Price Index) = roční změna cenové hladiny

orientace na drahé zboží jako automobily a elektronika, jejichž nákupy omezují lidé v dobách krize jako první. Dalším důvodem je posilující měna, především vzhledem k dolaru, která tak dělá japonské zboží dražším. HDP se ve čtvrtém kvartálu propadl oproti kvartálu předchozímu o 2,9 %, což je nejstrmější propad ze všech velkých světových ekonomik. Tři čtvrtiny tohoto propadu spadají na vrub právě exportu. Propad pokračoval i v prvním kvartálu dalšího roku (5,4 %), kdy už se na něm velkou mírou vedle exportů podíleli také domácí investice a spotřeba.⁵⁰

Centrální banka zde bohužel neměla možnost oživit ekonomiku výraznějším snížením úrokových sazeb vzhledem k jejich už tak minimální úrovni. Japonská vláda se tak uchýlila k stimulačním balíčkům stejně jako ostatní světové ekonomiky. Tyto balíčky byly cíleny na zvýšení zaměstnanosti a domácí poptávky, pomocí pobídek k nákupu ekologicky šetrných přístrojů a aut. Hlavním problémem takovýchto balíčků (jsou v Japonsku běžnou praxí) je obrovský hrubý veřejný dluh Japonska, který v roce 2010 dosahoval již 225,8 % HDP.

Krize se dotkla také nezaměstnanosti, která se vyšplhala až na 5,7 % v srpnu 2009 (viz graf č. 11). To v praxi znamená 3,63 milionu nezaměstnaných, nejvyšší hodnotu v poválečné historii.

Graf 11: Vývoj makroekonomických ukazatelů Japonska v letech 2006-2010



Zdroj: OECD Statistics (<http://stats.oecd.org/>)⁵¹

⁵⁰ KOJIMA, Akira. Japan's Economy and the Global Financial Crisis. Asia-Pacific Review. 2009, Vol. 16 , 2, s. 15-25. ISSN 13439006

⁵¹ Změna reálného HDP; Harmonizovaná nezaměstnanost; CPI (Consumers Price Index) = roční změna cenové hladiny

4.4 Srovnání

Japonská ekonomika se v období krize nacházela oproti USA v složité situaci. Dlouhodobý boj s deflací znemožňoval snížit úrokové míry a obrovská výše dluhu zase omezuje možnost finančních stimulů. K těm se přesto oba státy uchýlily a poměrně dramaticky tak v průběhu dvou let zvýšili státní zadluženost. Kdyby státy šetřily v období konjunktury, nemusely by se jim dnes vršit dluhy, jejichž splácení se po konci krize stává novým problémem, které brzdí ekonomický růst.

Nezaměstnanost v obou státech trhala dlouhodobé rekordy, přesto že relativní japonský nárůst nebyl tak vysoký, dlouhodobý boj s nezaměstnaností se díky krizi bude muset opakovat.

Americká opatření v boji proti recesi zachránila ekonomiku na začátku krize od absolutního kolapsu a později napomohla k oživení, kterého jsme dnes svědky a které by v průběhu roku 2009 tak brzo asi jen málokdo očekával. Pokud americká administrativa dostatečně brzo ustoupí od monetárně expanzivní politiky, a zamezí tak nafouknutí další bubliny, dalo by se říct, že protikrizová opatření byla velice úspěšná.

Japonská administrativa oproti tomu měla poměrně svázané ruce. Více než cokoliv jiného ekonomické oživení záleželo na zbytku světa a tom, kdy opět začne nakupovat japonské zboží ve stejném množství jako před krizí. I proto by možná bylo rozumné omezit stimulační balíčky a tím i další zadlužování země. To by však omezilo růst a tak přesto, že krize skončila, bude stále třeba vyřešit problém deflace, vysoké nezaměstnanosti a druhého nejvyššího dluhu na světě.

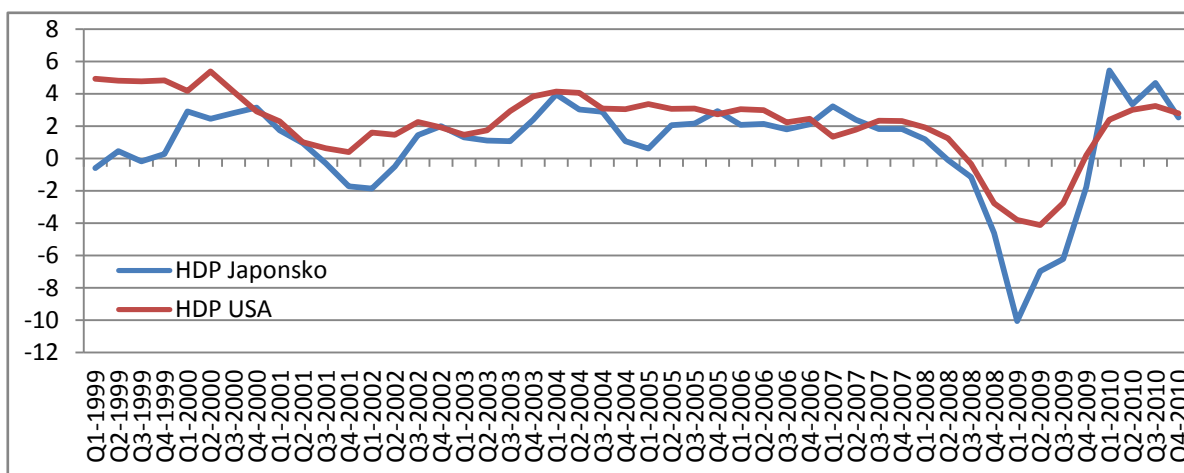
Závěr

Hospodářské cykly již v dnešní době nemohou být pouze lokální záležitostí, přestože každý stát má jistě i dnes nějaká svá specifika. Čím více jsou jednotlivé státy ekonomicky provázány, tím větší na sebe budou mít vliv. I proto při pohledu na vývoj makroekonomických veličin Japonska a USA v posledních deseti letech zjistíme, že se vyvíjeli v podstatě stejně. Z toho samého důvodu se ani řešením hospodářských krizí či podporou růstu nemohou zabývat jednotlivé státy úplně samy a často naopak závisejí na tom, jak se situace bude vyvíjet jinde.

Zároveň je možno pozorovat, že USA má díky velikosti své ekonomiky obrovský vliv na vývoj ekonomiky celosvětové. Stačí vytvořit bublinu na nějakém trhu aktiv v USA, a pokud prasknutí této bubliny zasáhne americkou ekonomiku, přelije se tento vývoj postupně do celého světa. Bylo by jistě lepší naučit se takovým krizím raději předcházet než je poté muset řešit a to vhodnou regulací. Zároveň je nutno zabránit tomu, aby v ekonomice vznikalo prostředí, které vybízí k tvorbě bublin díky přebytku volných peněz. Regulace úrokových měr je v tomto jistě vhodným nástrojem a je třeba nejen včas snížit úrokové míry, když je potřeba ekonomiku nastartovat, ale včas je také zvyšovat aby se ekonomika nepřehřála.

V grafu č. 12 je možno vidět vývoj reálného HDP za celé sledované období posledních dvou skončených recesí a jedné skončené expanze. V USA toto období, potažmo první recese začíná březnem 2001 a zahrnuje celkem 26 měsíců ekonomické kontrakce a 73 měsíců konjunktury. V Japonsku začíná předposlední recese v listopadu 2000 a do konce poslední recese zaznamenalo celkem 31 měsíců kontrakce a 69 měsíců konjunktury. Jak je možno vidět z grafu vývoje reálného HDP, vyvíjela se tato makroekonomická veličina v obou zemích velice podobně, přesto lze sledovat, že růst HDP japonské ekonomiky byl o něco slabší, na druhou stranu propad HDP v období obou posledních krizí byl v Japonsku hlubší. Tyto rozdíly je možno připsat specifickým problémům japonské ekonomiky.

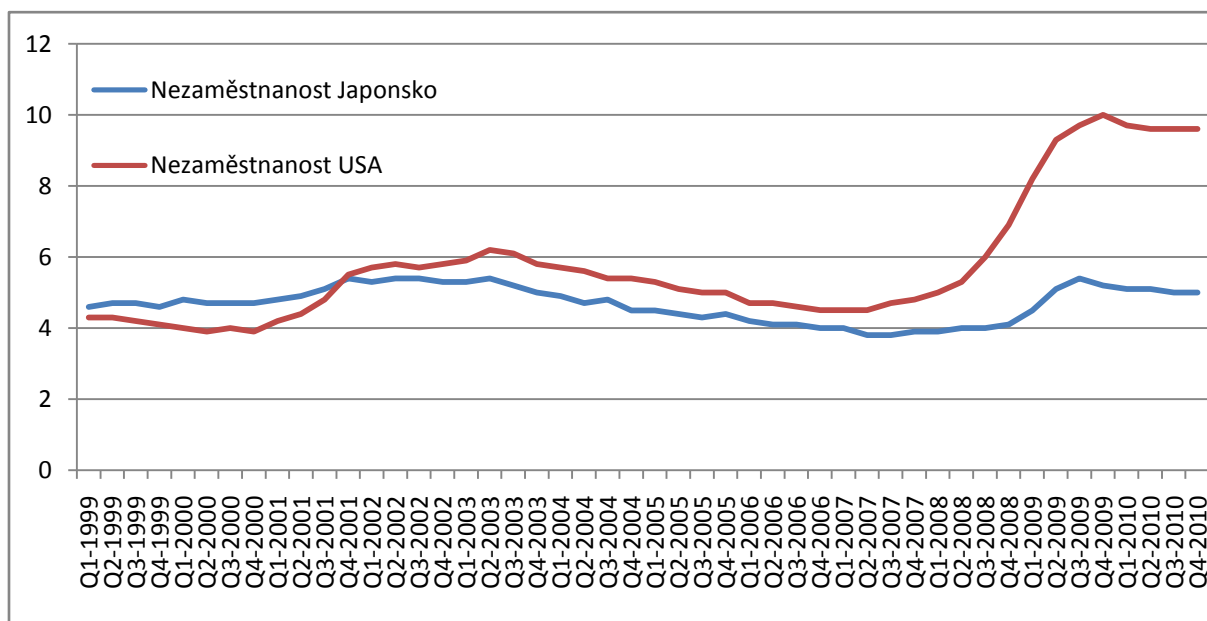
Graf 12: Vývoj kvartálního růstu reálného HDP USA a Japonska oproti stejnému kvartálu předchozího roku v letech 1999-2010



Zdroj: OECD Statistics - Quarterly Growth Rates of real GDP (<http://stats.oecd.org/>)

Hladina nezaměstnanosti se v obou zemích ve sledovaném období pohybovala také velice podobně a to s rozdílem hypoteční krize kdy je možno ve Spojených státech amerických sledovat nárůst nezaměstnanosti na téměř deset procent, zatímco nezaměstnanost v Japonsku v průběhu této krize nepřekročila hranici 6 % (viz graf č. 13). Přesto jde v obou státech o rekordní hodnoty a snížení nezaměstnanosti v obou státech bude i v období současné expanze jedním z hlavních cílů hospodářské politiky.

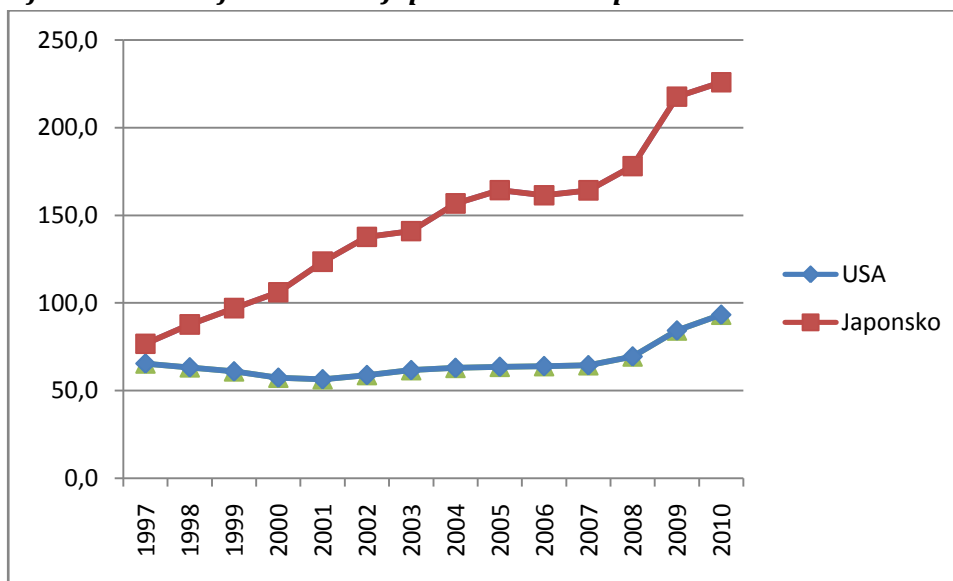
Graf 13: Vývoj harmonizované míry nezaměstnanosti USA a Japonska v letech 1999-2010



Zdroj: OECD Statistics - Harmonised Unemployment Rate (<http://stats.oecd.org/>)

Společně s vysokou hladinou nezaměstnanosti, je hlavním hospodářským problémem obou států hrubý veřejný dluh, jehož vývoj je pro lepší představu znázorněn v grafu č. 14. V případě Japonska se tento dluh zvyšoval v celém sledovaném období a to i přes 69 měsíců trvající období hospodářské konjunktury. Současná krize přinesla další navýšení tohoto dluhu a při hodnotě 225,8 % HDP (data za rok 2010) je tento dluh v současnosti nejvyšší v rámci OECD. To, že vůbec může mít dluh takovou výši, je způsobeno ochotou domácích investorů nakupovat státní dluhopisy s nízkou úrokovou mírou. Vývoj demografické situace však nedovoluje neustálé refinancování tohoto dluhu obzvláště při jeho neustálém nárůstu. Hrubý veřejný dluh spojených států je v současnosti na úrovni 93,2 % HDP (data za rok 2010) a má tedy nejvyšší hodnotu od druhé světové války. Problém je pozvolný nárůst tohoto dluhu i v období konjunktury, což předznamenalo jeho nárůst na rekordní hodnoty v období ekonomické krize, kdy bylo potřeba nastartovat ekonomiku pomocí stimulačních opatření.

Graf 14: Vývoj hrubého veřejného dluhu Japonska a USA v poměru k HDP v letech 1997-2010



Zdroj: OECD Statistics - Total central government debt (% GDP) (<http://stats.oecd.org/>)

V současné světové ekonomické expanzi se tedy oba státy ocitají s balíkem hospodářských problémů z období předchozího. Doufejme, že se zaměří na vyřešení těchto problémů v období ekonomického růstu, kdy je tento proces ekonomicky jednodušší.

Seznam literatury

Bibliografické zdroje

1. BELONGIA, Michael T.; GARFINKEL, Michelle R. The business cycle: : Theories and evidence. 3rd ed. [s.l.] : Kluwer Academic Publishers, 1992. 209 s. ISBN 0-7923-9239-6.
2. CALVERLEY, John. When bubbles burst: : surviving the financial fallout. Boston: Nicholas Brealey Publishing, 2009. 237 s. ISBN 9781857885231
3. CECCHETTI, Stephen G.; GROSHEN, Erica L. Understanding Inflation: : Implications for Monetary Policy. National Bureau of Economic Research : Working Paper. 2000, 7482, s. 28.
4. CZESANÝ, Slavoj. Hospodářský cyklus: teorie, monitorování, analýza, prognóza. Praha: Linde PRAHA, a.s., 2006. 199 s. ISBN 80-7201-576-1.
5. FRIEDMAN, Thomas L.. The World Is Flat: : A Brief History of the Twenty-First Century. 3rd. Washington, DC: Douglas & McIntyre, 2007. 784 s. ISBN 9781553651758
6. GUSTAVE, Le Bon. Psychologie davu. 3. Praha: Kra, 1994. 159 s. ISBN 9788090152786
7. HARDAWAY, Robert M. The Great American Housing Bubble: : The Road to Collapse. Santa Barbara, California : ABC-CLIO, 2011. 256 s. ISBN 978-0-313-38228-4
8. HEPLER, Bradford B. The New Economy of the United States: : A new mode of production?. Maryland, US, 2006. 258 s. Dizertační práce. University of Maryland, College Park
9. HERMAN, Howard J. SHERMAN, Paul; MILLER, John. The Roller Coaster Economy: : Financial Crisis, Great Recession, and the Public Option. New York : M.E. Sharpe, 2009. 197 s. ISBN 0765625385
10. JUREČKA, Václav. Makroekonomie. Praha: Grada Publishing a.s., 2010. 328 s. ISBN 8024732580.
11. KOJIMA, Akira. Japan's Economy and the Global Financial Crisis. Asia-Pacific Review. 2009, Vol. 16 , 2, s. 15-25. ISSN 13439006
12. MACDONALD, Nadia Tempini . Macroeconomics and business: : an interactive approach. Padstow : Cengage Learning EMEA, 1999. 432 s. ISBN 1861524501
13. NANTO, Dick K. Global Financial Crisis: : Analysis and Policy Implications. [s.l.] : DIANE Publishing, 2010. 123 s. ISBN 9781437919844
14. RICCI, Luca Antonio, et al. External debt and growth. Washington: International Monetary Fund, 2002. 47 s.

15. STUHLÍKOVÁ, Zuzana. Japonská ekonomika: : faktory vývoje a hospodářské cykly. Praha, 2008. 189 s. Dizertační práce. Vysoká škola ekonomická v Praze.
16. VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI a.s., 2007. 704 s.
17. WORLD BANK, The growth report: : strategies for sustained growth and inclusive development. Washington: Commission on Growth and Development, 2008. 180 s. ISBN 978-0-8213-7491-7.

Online zdroje

18. Bank of Japan Statistics [online]. 2010 [cit. 2010-11-09]. Bank of Japan. Dostupné z WWW: <[http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$graphwnd_en](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$graphwnd_en)>.
19. Bureau of Economic Analysis : National Income and Product Accounts [online]. 2011 [cit. 2011-05-08]. National Economic Accounts. Dostupné z WWW: <<http://www.bea.gov/national/an1.htm>>.
20. BusinessInfo.cz [online]. 2011 [cit. 2011-05-08]. Japonsko: Finanční a daňový sektor. Dostupné z WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/japonsko-financni-a-danovy-sektor/5/1000424/#sec4>>.
21. Cabinet Office [online]. 2010 [cit. 2011-05-07]. Guide for Using Diffusion Indexes and Composite Indexes. Dostupné z WWW: <<http://www.esri.cao.go.jp/en/stat/di/di2e.html>>.
22. CALLAHAN, Gene; GARRISON, Roger W. Does Austrian business cycle theory help explain the dot-com boom and bust?. The quarterly journal of austrian economics [online]. 2003, 6, 2, [cit. 2010-11-09]. Dostupný z WWW: <http://mises.org/journals/qjae/pdf/qjae6_2_3.pdf>.
23. COCHRAN, John P.; YETTER, Noah; GLAHE, Fred R. Capital-Based Macroeconomics: : Boom and Bust in Japan and the U.S. Indian Journal of Economics and Business. 2004, 3, 2, s. 1-16. Dostupný také z WWW: <http://www.ijeb.com/Issues/data/June04_1_cbmbabijatus.pdf>.
24. Česká národní banka: Slovníček pojmů [online]. 2011 [cit. 2011-05-08]. Zprávy o finanční stabilitě. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/FS_2009-2010/FS_2009-2010_slovník_pojmu.pdf>.
25. DOMS, Mark. The Boom and Bust in Information Technology Investment. FRBSF Economic Review [online]. 2004, 2, [cit. 2010-11-09]. Dostupný z WWW: <<http://www.frbsf.org/publications/economics/review/2004/er19-34bk.pdf>>.
26. Federal Reserve System [online]. 2010, April 27, 2010 [cit. 2010-11-09]. FED Open Market Operations Archive. Dostupné z WWW: <<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>>.

27. Ministry of Health, Labour and Welfare [online]. 2009 [cit. 2011-05-07]. Summary of vital statistics. Dostupné z WWW: <<http://www.mhlw.go.jp/english/database/db-hw/populate/pop4.html>>.
28. National Bureau of Economic Research [online]. 20.9.2010 [cit. 2011-05-07]. US Business Cycle Expansions and Contractions. Dostupné z WWW: <<http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>>.
29. NCSA [online]. 2010 [cit. 2010-11-09]. About NCSA Mosaic. Dostupné z WWW: <<http://www.ncsa.illinois.edu/Projects/mosaic.html>>.
30. OECD [online]. 2010 [cit. 2010-11-09]. Country statistical profiles. Dostupné z WWW: <<http://stats.oecd.org/>>.
31. Patria Online [online]. 2011 [cit. 2011-05-08]. ČTK: Obamův stimulační plán terčem politické i ekonomické kritiky. Dostupné z WWW: <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1354158/ctk-obamuv-stimulacni-plan-tercem-politicke-i-ekonomicke-kritiky---shrnuti.html>>.
32. S&P/Case-Shiller Home Price Indices. Dostupné z WWW: <<http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/us/?indexId=spusa-cashpidff--p-us---->>>.
33. Yahoo Finance [online]. 2010 [cit. 2010-11-09]. Historical Prices. Dostupné z WWW: <<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=^IXIC+Historical+Prices>>.