

# Měnová politika v období velmi nízké inflace

Jan Frait (ČNB) - seminář České společnosti ekonomické, Praha, 19. června 2003

## Úvod

Když jsem se spolu s kolegy v letech před několika lety<sup>1</sup> zabýval tematikou měnové politiky v období deflace, pochyboval jsem o tom, zda budu mít motivaci se k danému tématu ještě někdy vrátit. Po dvou letech ovšem zájem o tuto tematiku v ekonomické obci naopak spíše narostl a má motivace zabývat se jí byla rovněž posílena. Důvodem je především současný výskyt velmi nízké až mírně negativní inflace v několika zemích včetně ČR a nová teoretická literatura reagující na tuto skutečnost. Pro mne jako centrálního bankéře je tato tematika nesmírně zajímavá i z toho důvodu, že ekonomové mají na jedné straně obecně velmi malé zkušenosti s měnovou politikou v takovém prostředí, zatímco na straně druhé zde existuje „laboratoř“ pohotově experimentující s novými teoretickými doporučeními, kterou je japonská ekonomika.

Tuto motivaci bude odrážet i struktura přednášky. V první části stručně nastíním možnosti centrální banky v „boji“ s příliš nízkou inflací či deflací. Vzhledem k nedostatku času nebudu podrobně komentovat teoretické mechanismy, pouze vyjmenuji možné nástroje uváděné v literatuře bez jejich normativního hodnocení. K vyjádření vlastního postoje k navrhovaným přístupům se vyjádřím ke konci přednášky. Ve druhé části se pak podrobněji zaměřím na případovou studii, konkrétně na přístup Bank of Japan (BoJ) označovaný za politiku kvantitativního uvolňování (Quantitative Easing, QE). Domnívám se, že zkušenosti BoJ jsou velmi dobrým nástrojem k posouzení efektivnosti a smysluplnosti jednotlivých teoretických návrhů.

## 1. Deflace a měnová politika

Velmi nízkou inflaci až deflací můžeme v současnosti kromě Japonska, ČR nebo také Litvy vidět i v dalších zemích. Některé z nich už mají v současnosti měnově-politické vazby v rozmezí 0-1 % - kromě Japonska s nulovými sazbami jde o Švýcarsko (0,2 %), a Singapur (0,5 %). Taiwan a USA pak mají sazby mezi 1-2 %. ECB již rovněž snížila svou klíčovou sazbu na 2 %. Současná situace, kdy v řadě zemí inflace klesá do neobvykle nízkých hodnot a v několika zemích se úrokové sazby nachází blízko nuly, je pro centrální bankéře v mnohém nová. Není přitom problém příčiny nezvykle nízké inflace či deflace objasnit teoreticky, problém je spíše v oblasti praktické reakce měnové politiky.

Dlouhodobější deflace je obvykle odrazem výrazného poklesu agregátní poptávky, i když můžeme v řadě případů vysledovat i nabídkové determinanty. Logickou reakcí tvůrců hospodářské politiky je v takovém případě snaha o podporu agregátní poptávky uvolněním měnové politiky. Problém nastává tehdy, když se v deflační recesi začínou nominální úrokové sazby blížit nule. V situaci, kdy jsou nominální sazby nulové, rovnají se reálné sazby očekávané míře deflace. Pokud je očekávaná míra deflace výrazně nenulová, což dnes ovšem nevidíme ani v Japonsku, dostávají se do potíží nejenom ti, kteří si chtějí nebo musí vypůjčit, ale zejména ti, kteří akumulovali dřívější dluh. Tyto potíže se pak mohou promítnout nejen do poklesu ekonomické aktivity, ale i do destabilizace finančního sektoru.

Existuje obecná představa, že centrální banka (CB) ve „spolupráci“ s vládou může vždy vyvolat růst peněz, výdajů a generovat inflaci, a to i při nulových sazbách. Osobně nicméně neznám učebnici,

---

<sup>1</sup> V dubnu 1999 jsem na téma „deflace v Japonsku“ referoval spolu s Helenou Horskou na semináři Katedry hospodářské politiky VŠE Praha. Na základě referátů pak vznikl článek Frait, Horská, Melecký (2002).

kteřá by popisovala, jak může nárůst bankovních rezerv stimulovat ekonomiku, pokud je dosaženo nulových sazeb. Naopak, učebnice obvykle vysvětlují, že při nulových sazbách nemohou operace na volném trhu změnit rovnovážnou skladbu portfolií a stimulovat agregátní poptávku, neboť měnová báze a krátkodobé (a případně dlouhodobé) vládní cenné papíry jsou dokonalými substituty.

Absence popisu řešení v učebnicích není samozřejmě důkazem absence samotného řešení. Situace, kdy jsou nominální sazby blízké nule, určitě neznamena, že centřální banky jsou bezmocné, nicméně nástroje, které mohou v této situaci použít, jsou přinejmenším kontroverzní a jejich efekt nejasný. Navíc v tomto momentu vstupuje centřální banka do neznámého prostředí a některá technicky možná opatření jsou svou povahou v tržní ekonomice navíc stěží přípustná.

## **2. Možnosti měnové politiky**

### **2.1 Preventivní měnová politika**

Teoretické práce zahajují popis možností centřální banky v deflační situaci upozorněním na to, že nejúčinnějším nástrojem je prevence. Tu je možno realizovat následujícími způsoby:

- CB by si měla stanovit dolní limit, pod který by inflace neměla nikdy klesnout. To je u zemí cílujících inflaci, a nejen u nich, zcela běžné, neboť závazek centřálních bank udržovat cenovou stabilitu zajisté znamená závazek vyhýbat se inflaci i deflací. ČNB stejně jako většina centřálních bank cílujících inflaci předpokládá, že inflace se bude pohybovat kolem hodnoty několika málo procentních bodů.
- CB by měla permanentně dbát na udržování stability finančního sektoru, která je důležitá pro snížení rizika bublin na trzích aktiv a následného kolapsu těchto cen, což je obvyklý začátek deflačních potíží.
- V situaci velmi nízké a klesající inflace by měla CB reagovat úrokovými sazbami poměrně agresivně (pokud k tomu má ještě dostatečný prostor) a dodávat do systému dostatek likvidity.

### **2.2 Možnosti v deflaci a s nulovými sazbami**

Pokud se ekonomika dostane do situace, kdy jsou krátkodobé nominální sazby blízké nule, deflační tlaky stále přetrvávají a projevují se rysy pasti likvidity, může CB sáhnout k méně standardním nebo až zcela nestandardním opatřením, která lze shrnout pod termín „politika kvantitativního uvolňování“ (quantitative easing, QE). Pod tím si lze představit opatření typu:

- rozsáhlá podpora likvidní pozice bank vedoucí k udržování vysokých dobrovolných rezerv
- nákup zahraničních aktiv (vytváří dodatečnou likviditu a má potenciál oslabit domácí měnu)
- opatření vedoucí nejen k poklesu krátkodobých sazeb peněžního trhu k nule, ale i sazeb střednědobých a dlouhodobých (dlouhodobý závazek udržovat krátké sazby na nule, vyhlášení explicitního stropu na střednědobé a dlouhodobé sazby vládních cenných papírů)
- agresivní podpora expanzivní fiskální politiky (zejm. nákupy vládních závazků na primárním trhu)
- nákup privátních aktiv ve snaze zvýšit jejich výnos (legislativně obvykle neschůdný), možno použít nepřímou cestu přes měkké úvěry bankovnímu sektoru s akceptací soukromého kolaterálu (korporátní obligace, směnky, úvěry a hypotéky)
- monetární transfery – politika vrtulníkoveho efektu (helicopter drop of money)

Když už všechno selže, právě monetární transfery neboli vrtulníkový efekt by měl být tím zaručeně účinným nástrojem. Co se ovšem rozumí pod termínem „helicopter drop of money“? Znamená to, že CB může „tisknout peníze a shazovat je z vrtulníku?“ Idea vrtulníku, který rozdává bankovky vyrobené centřální bankou s nulovými náklady je ilustrace z učebnic, je v reálném světě samozřejmě stěží představitelná. Nicméně podobný efekt mohou mít zdánlivě i jiná opatření, stačí

„jen“ zmírnit podmínky, za nichž CB půjčuje bankám; rozšířit skupinu aktiv, které CB nakupuje, rozšířit bázi subjektů, se kterými obchoduje, rezignovat na otázku finanční situace CB a předat měnovou politiku vládě.

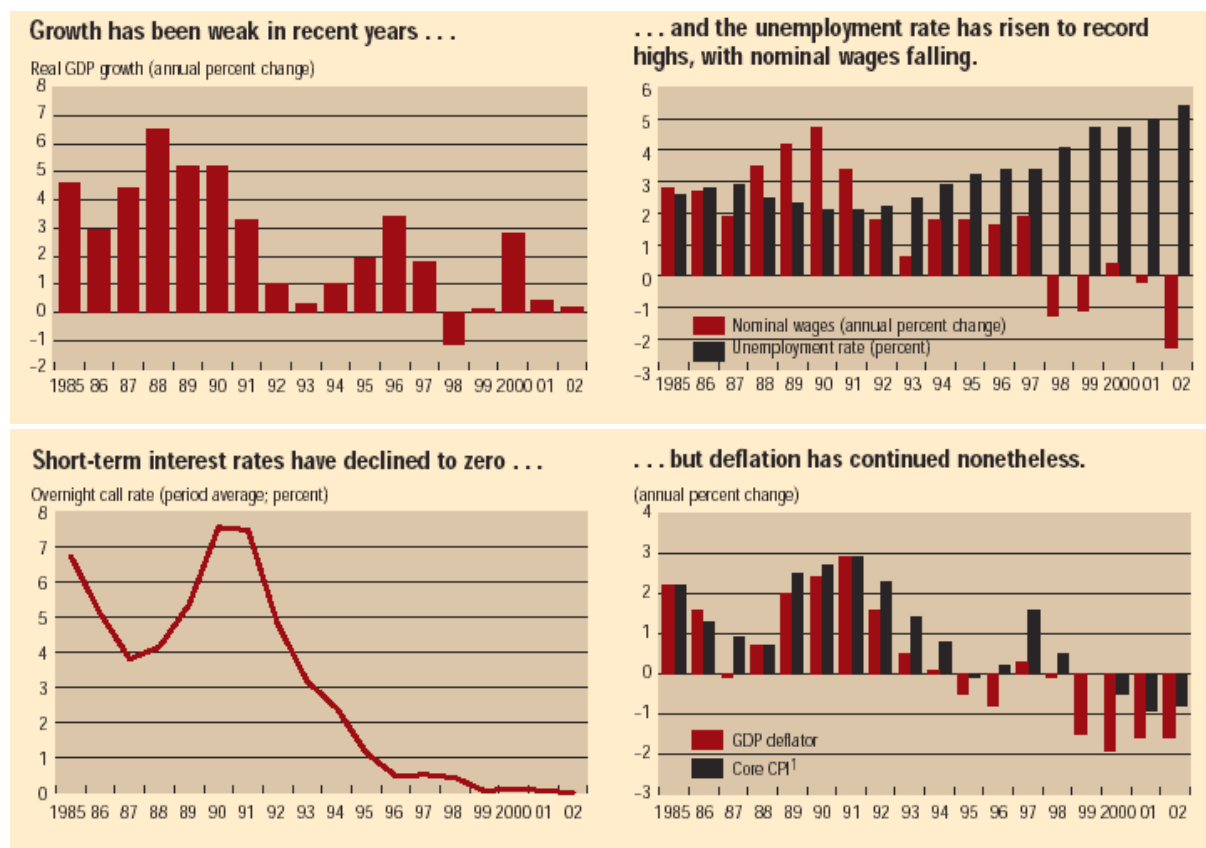
Typickým příkladem může být centrální bankou financovaná a dotovaná fiskální expanze, např. snížení daní akomodované nákupy vládních cenných papírů doprovázené růstem vládních výdajů a jinými vládními formami podpory soukromých výdajů. Taková politika by měla vést k efektivní stimulaci spotřeby a cen. Její zastánci tvrdí, že i pokud nedojde k růstu spotřeby, přeskupí se portfolia aktiv, vzrostou ceny dlouhodobých aktiv a sníží se náklady kapitálu pro investory.

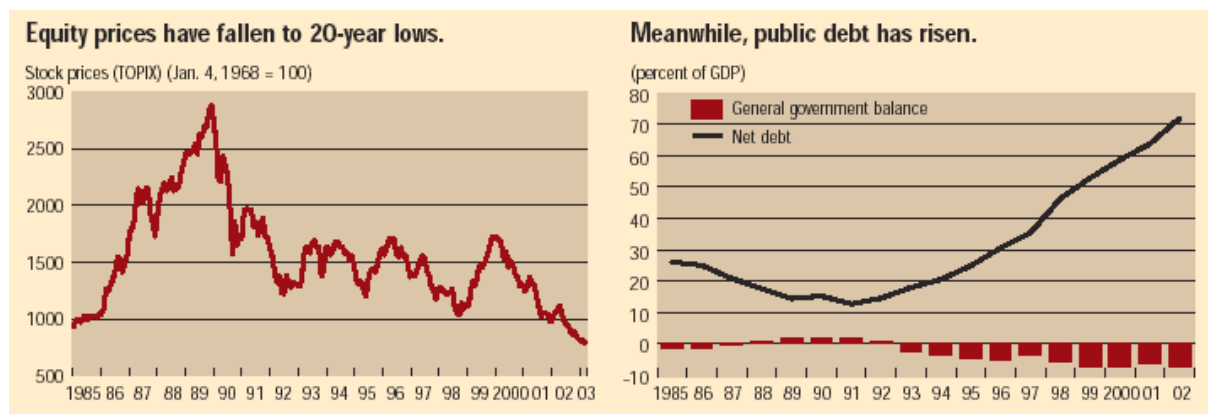
Výše uvedené nástroje mají již dopředu řadu odpůrců. Ti tvrdí, že budou s vysokou pravděpodobností neúčinné, resp. mohou mít krátkodobý pozitivní efekt, ale dlouhodobý efekt bude buď nejistý nebo velmi negativní. Navíc představují nadměrný zásah státu do ekonomiky, který zabraňuje trhům v prosazení nutného přizpůsobení tržních nerovnováh, znamenají čisté financování státních výdajů emisí peněz, narušují chápání mandátu centrální banky v tržní ekonomice, jsou léčením symptomů namísto příčin nemoci a jsou schopna vyvolat dlouhodobou distorzi tržních mechanismů. Aplikace QE v Japonsku nabízí výjimečnou možnost posoudit pro a proti této politiky v reálné ekonomice.

### 3. Japonsko a jeho měnově-politické experimenty

Japonsko je již řadu let považováno za prototyp ekonomiky v deflační pasti a BoJ společně s vládou postupně vyzkoušely většinu doporučení, která již od konce minulého desetiletí domácí i zahraniční ekonomové předkládají. Zpočátku to byl zejména Paul Krugman (1998a, b). Podívejme se nejprve na to, jak se v minulosti vyvíjela situace japonské ekonomiky.

Obr. 1: Obecné povědomí o japonské ekonomice



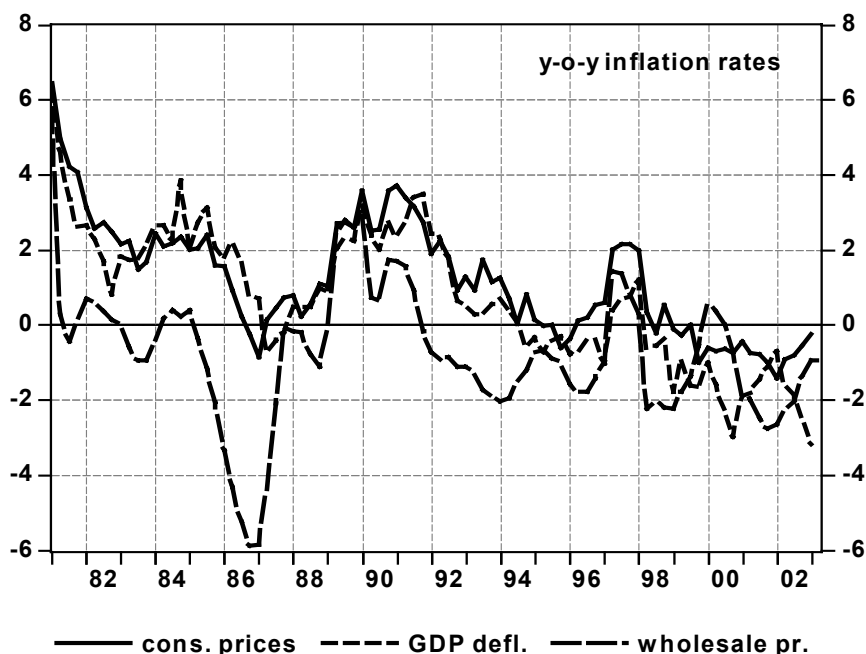


Pramen: *Finance&Development*, June 2003, p. 55

### 3.1. Deflace?

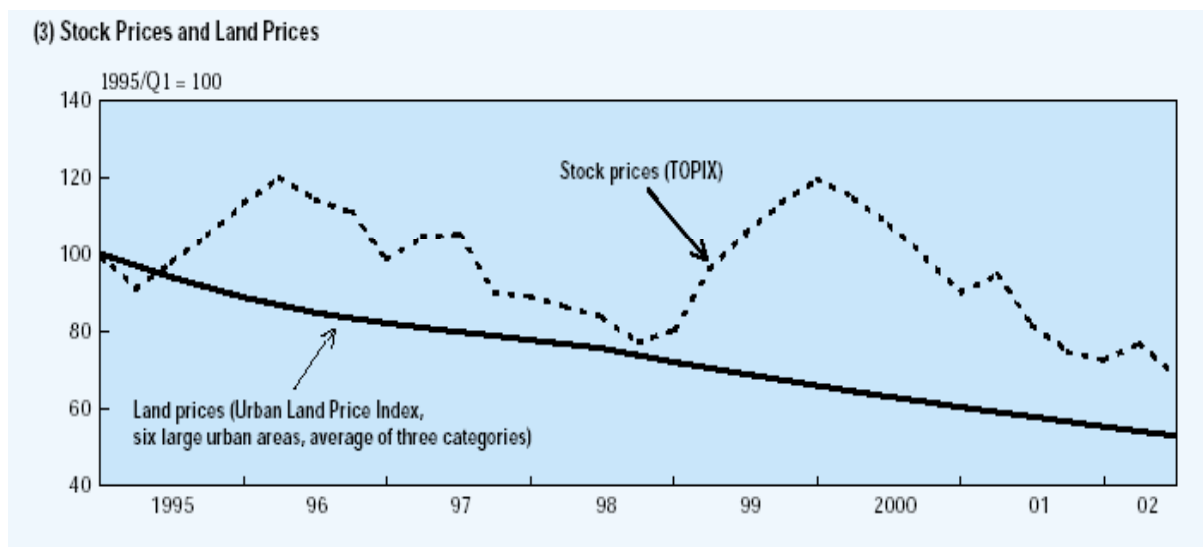
Spotřebitelské ceny klesají několik málo let v průměru o 1 % ročně, což zcela neodpovídá představám o velmi nebezpečné deflaci. U deflátoru HDP je to sice o něco více, ale i to lze stěží označit za dramatickou deflační spirálu. Vyšší deflace deflátoru je způsobena spíše poklesem cen kapitálových statků v důsledku technického pokroku a samotnou konstrukcí indexu. Při podrobnějším zkoumání je možno zjistit, že část cenového poklesu resultuje ze zvýšené konkurence v nově regulovaných odvětvích (telekomunikace, část obchodu). Pokud je možno hovořit o deflaci, tak se to týká cen aktiv (akcie, nemovitosti, pozemky).

Obr. 2: Vývoj japonské inflace



Pramen: IMM-IFS database

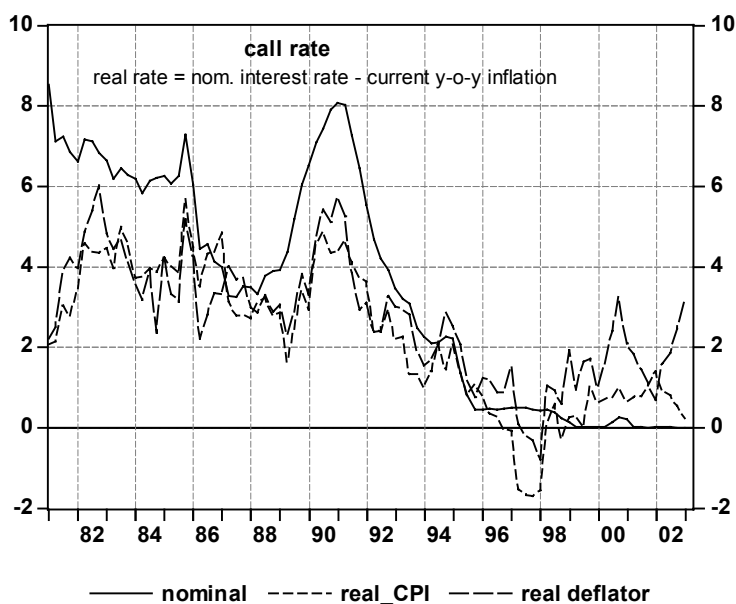
Obr. 3: Ceny japonských aktiv

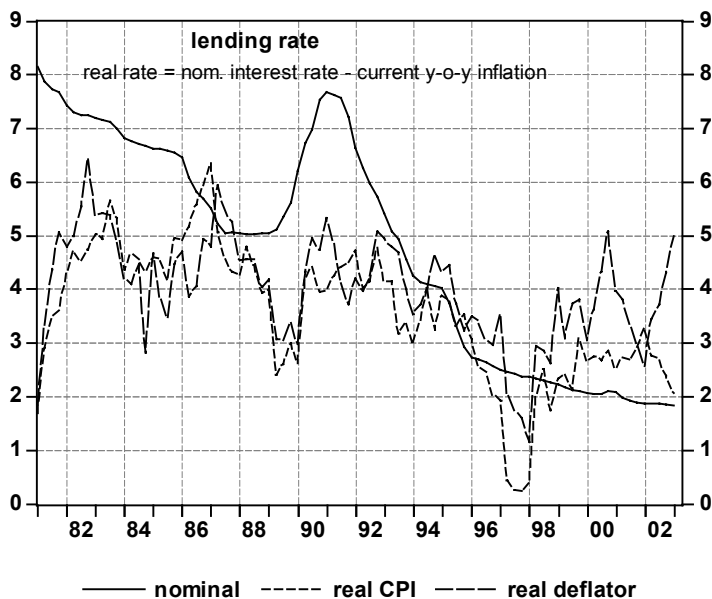


Pramen: Bank of Japan (2003, s. 20)

Pokud jde o klíčový kanál, kterým deflace ohrožuje ekonomiku, reálné úrokové sazby, tak ty v podstatě nevzrostly, což ale neznamená, že vzhledem k potřebám ekonomiky nejsou vysoké. Problém je v tom, že se dramaticky zhoršil přístup firem k úvěrům a vzhledem k nepříznivým vyhlídkám ekonomiky klesla i poptávka po úvěru. To naznačuje, že mírná deflace je v Japonsku pouze jeden ze symptomů ekonomických problémů, dalšími jsou pomalý růst, rostoucí nezaměstnanost a zejména finanční problémy v bankovním i firemním sektoru. Pokud je něco problémem, tak jsou to špatné úvěry v bilancích bank, kterým je ovšem ze strany vnějších pozorovatelů věnována menší pozornost než deflaci.

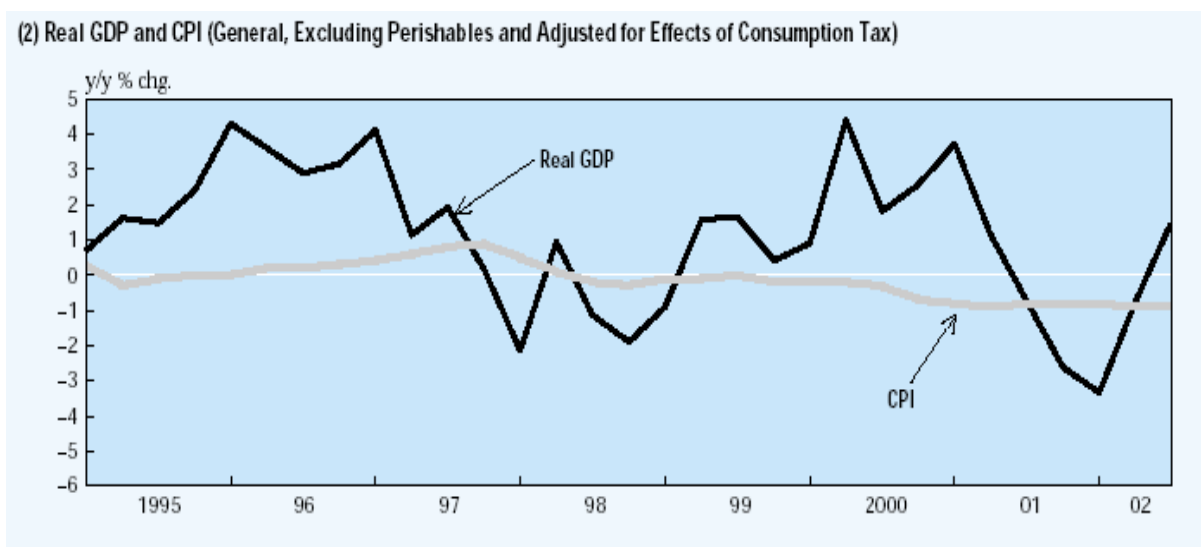
Obr. 4: Nominální a reálné úrokové sazby





*Pramen: IMF-IFS database, BoJ*

*Obr. 5: Hospodářský růst a inflace*

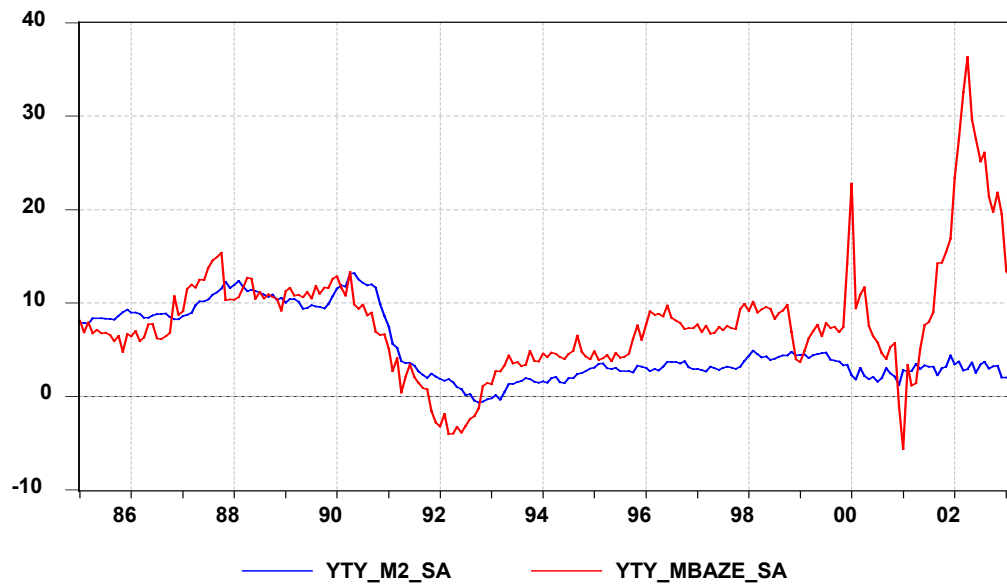


*Pramen: Bank of Japan (2003, s. 20)*

### 3.2 Měnová báze a peněžní zásoba

Expanzivní opatření BoJ vedla k rychlému růstu měnové báze. Jak se její růst projevuje v peněžní zásobě? Ta roste stabilně meziročně kolem 3 %, tedy rychleji než nominální HDP. Růst měnové báze má na peněžní zásobu velmi malý vliv – jinými slovy, multiplikátor permanentně klesá, bez ohledu na to, zda BoJ kupuje obligace či akcie. Za slabým tempem růstu peněžní zásoby se logicky skrývá negativní úvěrová dynamika.

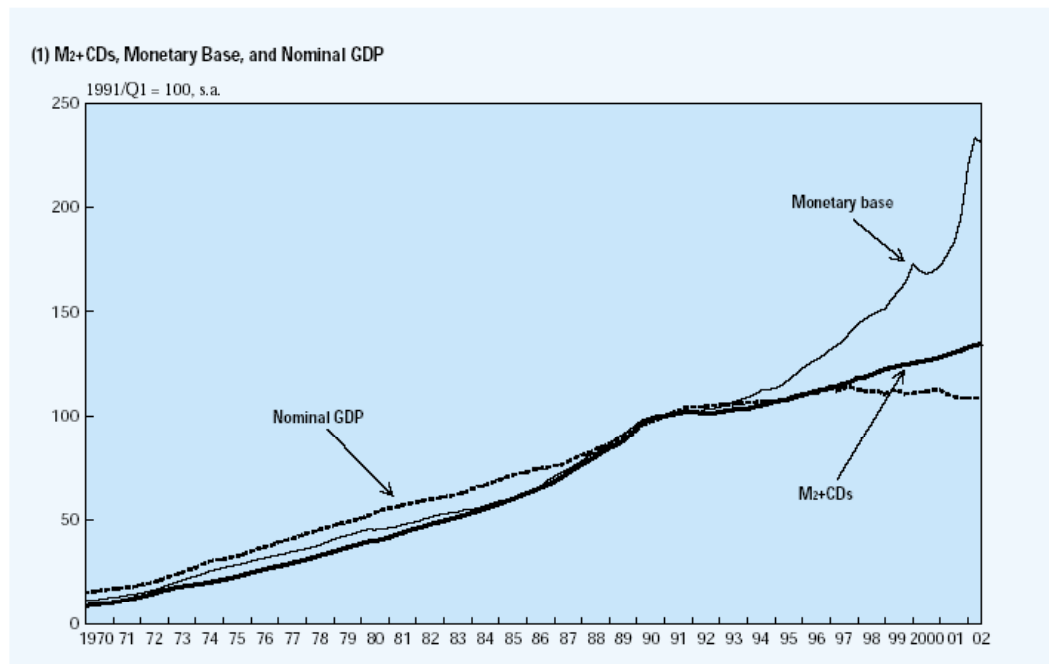
Obr. 6: Dynamika měnových agregátů



Pramen: BoJ web site

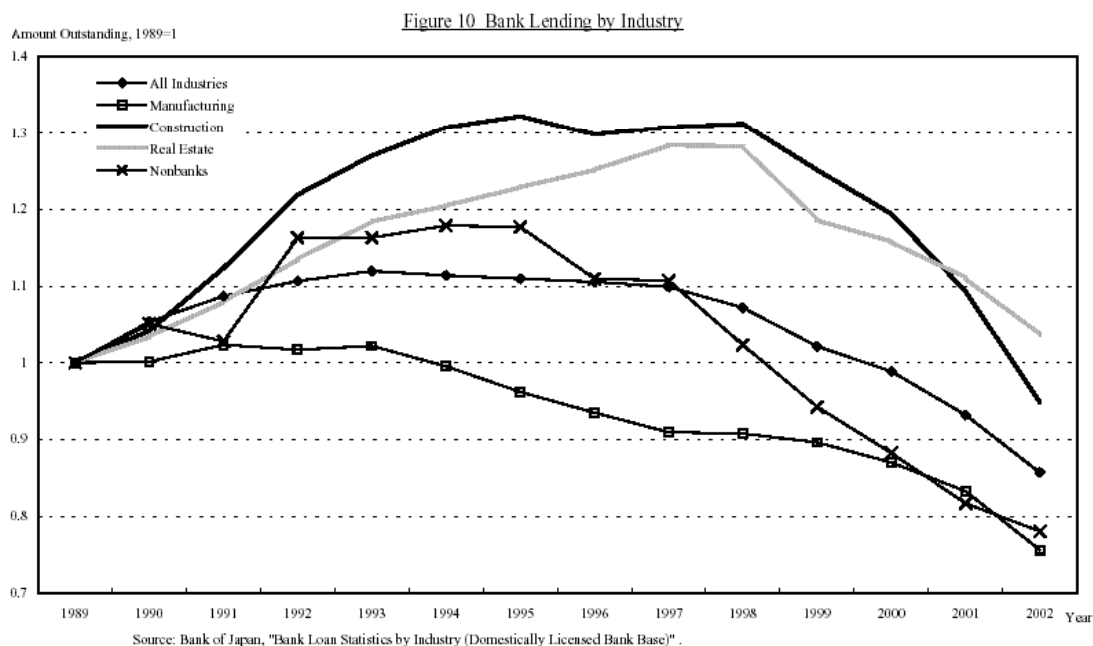
Obr. 7: Peníze a nominální HDP

Chart 23  
M2+CDs and Monetary Base<sup>1</sup>



Pramen: Bank of Japan (2003, s. 41)

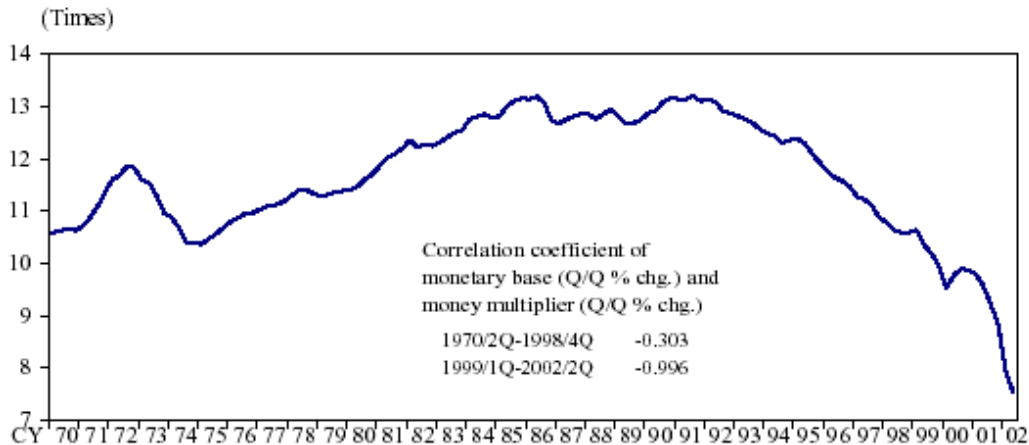
Obr. 8: Úvěrová dynamika



Pramen: Ueda (2003)

Obr. 9: Peněžní multiplikátor

### (1) Money Multiplier (M2+CD/Monetary base)



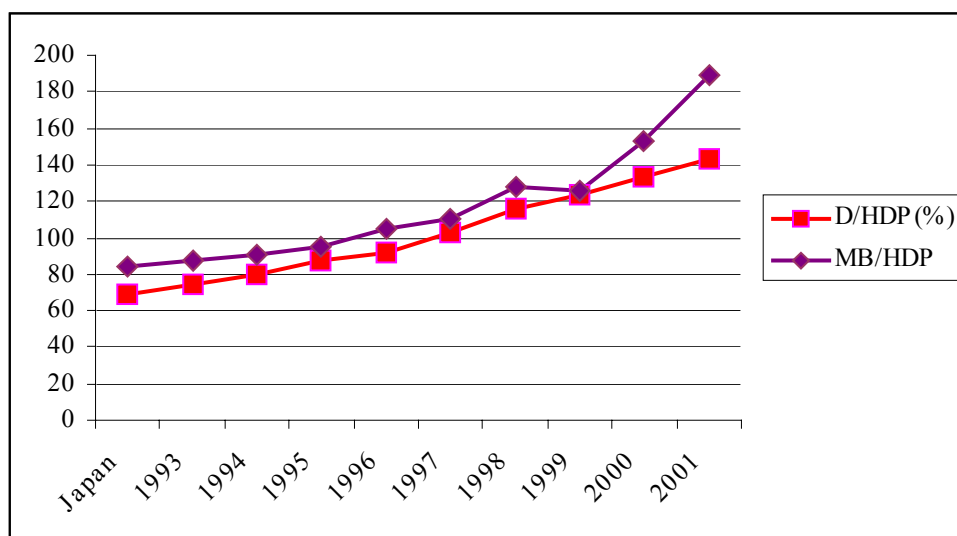
Pramen: Bank of Japan (2002, s. 48)

### 3.3 Fiskální situace

Víra ve velké možnosti makroekonomické politiky vedla japonské autority tvář v tvář klesající výkonnosti ekonomiky k bezprecedentně expanzivnímu mixu politik. Vládní dluh dnes činí oficiálně 140 % HDP a po započítání mimorozpočtových výdajů a závazků to může být podle některých komentátorů výrazně nad 200 % HDP, Navíc předpoklady do dalších let nejsou zrovna optimistické – od roku 2004 dále se počítá s deficitem na úrovni 8 %. Centrální banka pak toto v rostoucí míře akomoduje přímými nákupy vládní bondů (JGB).



Obr. 10: Podíl dluhu na HDP a měnová báze



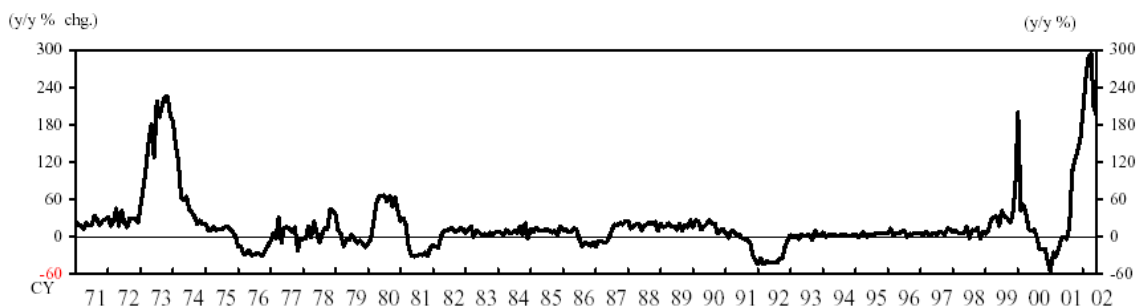
Pramen: BoJ web site

### 3.4 Quantitative Easing

Od jara 2001 se BoJ dostala politikou kvantitativního uvolňování do oblastí, se kterými nemají moderní centrální banky praktické zkušenosti. Prvním rysem je změna operativního cíle měnové politiky z overnight sazby na úroveň likvidity bank na běžných účtech u BoJ. Cíl byl původně stanoven na 5 bil. JPY, což v té době převyšovalo rozsah PMR o 1 bil. JPY. Postupně rostl až na 30 bil. JPY. Navíc se BoJ zavázala dodat likviditu mimo uvedený rámec, pokud by vzrostla opatrnostní poptávka bankovního sektoru, tj. pokud by se objevily v sektoru náznaky systémového problému. Součástí QE je rovněž zvýšení přímých nákupů JGB až na 1,2 bil JPY měsíčně, cca 45 % aktiv, zároveň ovšem platí omezení, podle kterého by JGB držené BoJ neměly převyšovat emisi oběživa. Držba JGBs ze strany BoJ nyní i tak činí 60 % měnové báze. S tím, jak se zvyšovaly přímé nákupy JGBs, klesaly i jejich výnosy a stávaly se substitutem běžných účtů u BoJ. 10-leté sazby se pohybují kolem 0,5 %, nejběžnější jsou však 5-leté a tam jsou výnosy kolem 0,1-0,2 %. Vláda tak nyní získává fondy od centrální banky prakticky „zdarma“, nový guvernér Fukui konstatoval, že emise JGB je v podstatě záměna 10 tradičních bankovek o nominálu 1000 JPY za „bankovku“ o nominálu 10.000 JPY.

Obr. 11: Likvidita bank u BoJ

#### (3) The Current Account Balances at the Bank of Japan



Pramen: Bank of Japan (2002, s. 28)

Další klíčovou součástí QE je explicitní závazek pokračovat v dané politice, dokud se meziroční CPI inflace nedostane dlouhodoběji na hodnotu nulovou či pozitivní. To je závazek držet krátkodobé sazby na nulové úrovni i do budoucna a efektem je samozřejmě již zmiňovaný pokles dlouhodobých sazeb.

BoJ nyní stále více uvažuje o nákupu „aktiv, jejichž rizikový profil je odlišný od státních aktiv a které nejsou obvyklým zájmem centrálních bank“. Jde především o různá asset-backed securities (ABS, aktiva jištěná pohledávkami zejména za sektorem malých a středních firem). BoJ začala kupovat akcie od bank již v listopadu 2002, nakoupila jich asi za 1,2 bil. JPY, tj. cca 8,5 mld.USD), celkový rámec je tak asi 20 mld. USD. V tomto momentě si ale sama BoJ začíná klást otázku vlastního finančního zdraví.

### 3.5 Výsledky a důsledky QE

Za úspěch QE je považováno to, že zablokovalo kanály, kterými mohou v bankovním sektoru nastat problémy s likviditou, což zvyšuje stabilitu finančního sektoru. To by mělo zabránit vzniku deflační spirály. Pozitivním vedlejším efektem pro podnikovou sféru je snížení likviditní prémie zabudované v sazbách korporátních dluhů. Závazek držet krátkodobé sazby na nulové úrovni i do budoucna skutečně vedl k poklesu dlouhodobých sazeb také k nule. V tomto smyslu QE změnilo očekávání předpokládaným směrem. Jenže to také znamená, že se vyčerpá jakýkoli standardní prostor pro stimulaci ekonomiky měnovou politikou. BoJ je nucena zároveň přiznat, že toto ke stimulaci ekonomiky a cen zatím nepřispělo.

BoJ spoléhala na portfolio rebalancing effect – když se mezní výnos nové likvidity přiblížil nule, lidé by měli investovat do aktiv s vyšším mezním výnosem a ceny aktiv by měly obecně vzrůst. Rovněž to zatím nelze pozorovat. Naopak, jak uvedu dále, QE spíše motivovalo banky přejít od úvěrování k dražbě aktiv emitovaných vládou a BoJ.

Jedním z vedlejších účinků QE je narušení funkčnosti peněžního trhu – transakční náklady při nulových sazbách jsou vyšší než výnosy z obchodování. BoJ tak motivovala banky ke zvýšení opatrnostní poptávky po penězích, které jsou drženy na běžných účtech u BoJ. V důsledku toho tak de facto převzala roli trhu peněz a akomoduje zvýšenou poptávku po likviditě za účelem zachování stability finančního trhu.

Za neúspěchem výše uvedené politiky stojí prostý fakt, že nefunguje transmisní mechanismus vedoucí od růstu likvidity přes úvěrování k výdajům domácností a firem. Likvidita vytvářená BoJ cirkuluje namísto toho ve finančním systému. Banky prostě zvýšily držbu bezpečných aktiv – oběživa, depozit u BoJ, krátkodobých i dlouhodobých vládních cenných papírů – která jsou téměř dokonalými substituty. Naopak se snížila jejich držba rizikových aktiv a motivace investovat do akcií a poskytovat úvěry rizikovým firmám. Podobně postupují i jiné finanční instituce a koneckonců i domácnosti.

Zprostředkovatelská funkce bank je oslabena, neboť se snížila jejich ochota akceptovat riziko v důsledku slabého kapitálového vybavení. V ekonomice jsou prostě příliš nízké výnosy a příliš vysoké riziko. QE může sice částečně snížit riziko, ale zároveň snižuje výnosy. Jinými slovy, jde o silný credit crunch a primárním řešením je obnovení zdraví finančních institucí – ne tvorba další likvidity. Pokud navíc centrální banka začne přebírat úvěrové riziko, naruší tržní struktury, oslabí informační hodnotu obsaženou v rizikové prémii a demotivuje banky v poskytování úvěrů.

Výnos 10letých vládních obligací je pod 1 %, 5letých pod 0,2 %. Konec deflace a následný růst nominálních sazeb by pro držitele domácích bondů, což jsou banky a životní pojišťovny, znamenal obrovské ztráty. Bankovní sektor a zejména sektor životního pojištění jsou tak vystaveny zásadním rizikům. Ve stejné situaci je koneckonců i BoJ – v současnosti drží více než 60 bilionů yenů (500 mld.

USD) a v současnosti nakupuje asi třetinu deficitu, opět desítky bilionů yenů. Pokud by se ovšem BoJ v budoucnu snažila fixovat výnosy bondů při rostoucí inflaci, tak by zase přidávala do ekonomiky likviditu v momentě, kdy preference likvidity klesá. Pokud by BoJ nakonec monetizovala veškeré vládní závazky, tak by se dalo stěží očekávat něco jiného než hyperinflace. Komplettní monetizace by při poklesu preference likvidity do normálních úrovní vedla k mnohonásobnému nárůstu měnové báze.

### 3.6 Jak dále?

V poslední době se objevují stále více hlasy zpochybňující snahu o řešení japonských problémů politikou QE. Někteří ironičtí komentátoři tvrdí, že peníze v Japonsku jsou prakticky zdarma volně dostupné pro kohokoli, kdo je chce produktivně užít, a růst poptávky se přesto nedostavuje. Pokud by sama měnová politika měla vyvolat inflaci, už by to dávno začalo. Jenže to, že centrální banka létá spolu s vládou v helikoptěře a kropí ekonomiku penězi, ještě neznámá, že lidé budou tyto peníze utrácet. Koneckonců v Japonsku není deflace to, co by nejvíce charakterizovalo problémy, spíše většina vnějších pozorovatelů zaměřuje příznaky nemoci za nemoc samostatnou. Politika QE má naopak řadu vedlejších negativních účinků. Udržování nulových úrokových sazeb umožnilo vládě odložit reformy finančního a korporátního sektoru, prodloužilo existenci problematických firem a bank, zastínilo skutečnou situaci veřejných financí a usnadnilo prosazovat neudržitelnou fiskální politiku na úkor měnové politiky.

Podle kritiků QE se potvrzuje obecná představa, že budoucí náklady dnešního nadměrného snížení sazeb mohou být mnohem větší než současné náklady udržování sazeb na dlouhodobě normální úrovni. Neoklasikové a monetaristé koneckonců vždy tvrdili, že uvolnění měnové politiky je špatnou reakcí při poklesu ekonomické aktivity, pokud předcházející boom vytvořil problematické kapacity a matoucí ceny. Pokles úrokových sazeb pak zabrání nezbytné eliminaci nesprávně vytvořeného kapitálu a jen prodlouží intertemporální misalokaci. Následně pak musí následovat buď velký třesk z hlediska tvorby kapitálu nebo akcelerace inflace – nebo dlouhodobé problémy maskované fiskální a měnovou politikou.

Zastánci politiky QE dále tvrdí, že obecně tato politika musí být účinná a v dané situaci je správná, nicméně japonská situace je zcela specifická – finanční stres bank a firem a obrovský vládní dluh. Jenže tento názor lze zpochybnit s tím, že pokud se ekonomika nedostane do podobné specifické situace, stěží bude zažívat dlouhodobou deflaci. Zastánci politiky QE nicméně tvrdí, že snaha o uvolnění politiky přišla pozdě a nebyla preventivní. V realitě jde spíše o mediální debatu, neboť není vůbec jasné, proč by za daného stavu japonské ekonomiky opatření, která nezabírají nyní, měla mít silný efekt dříve. Jak poznamenal jeden z mých kolegů, ceny nemovitostí možná od svého vrcholu klesly téměř o 100 %, ale stále jsou extrémně vysoké. Nejsem si jist, jak takovou situaci může napravit měnová politika.

„Prozatímní“ neúspěch QE motivoval některé ekonomy k doporučením ve stylu helikoptérového efektu, přesněji k poskytování monetárních transferů ze strany BoJ. Takovou politikou může být např. pokles daní spojený se simultánním nákupem vládních bondů ze strany nebankovní veřejnosti, ovšem nákupem obsahujícím dotaci ze strany centrální banky. Taková dotace může mít formu nákupu za cenu vyšší než tržní s tím, že v budoucnosti utrpí centrální banka kapitálovou ztrátu. To je tedy situace, kdy centrální banka nyní rozdává peníze a příliš neuvažuje nad tím, jak bude ztráty řešit v budoucnosti.

To je ovšem fiskální politika realizovaná centrální bankou. Ve svém důsledku vede pouze k nárůstu dluhu státu v širším pojetí, který může být splacen jedinec zázračně vysokým hospodářským růstem, nebo, což je realističtější, vysokou budoucí inflací. Jinými slovy, pokud se podaří výše uvedenou politikou centrální bance vyvolat inflaci, bude muset zabránit jejímu nekontrolovatelnému

nárůstu politikou zpětného stahování likvidity prodejem dříve nakoupených aktiv se ztrátou. Tímto se pouze zvýší dluhové břemeno ekonomiky a čisté privátní bohatství se sníží. To je stěžejní cesta k lépe fungující ekonomice. A pokud ti, co navrhují tento styl politiky, počítají s tím, že by se dluhy umazaly vysokou inflací, tak by to měli otevřeně říci dopředu. Neobvyklé operace typu japonského QE jdou mimo mandát moderních centrálních bank pohybujících se podle principu operační nezávislosti. Předpokládají de facto „spojení“ centrální banky a vlády.

Navíc lze zpochybnit i to, že by taková politika měla dlouhodobější stimulační efekt na poptávku. Moderní ekonomie robustně dokazuje, že aktuální kroky ekonomických subjektů jsou determinovány očekávaným vývojem společnosti. Jelikož se i ekonomické subjekty budou vědomy rizik výše uvedené politiky, budou očekávat její krátkodobé trvání, budou peněžní transfery nekredibilní a jejich efekt oslaben očekáváním budoucího zvýšení daní. To koneckonců japonská zkušenost potvrzuje. A pokud si ekonomické subjekty vyloží situaci tak, že je to počátek velmi vysoké inflace, tak zažijeme jen standardní scénář – krátkodobý rychlý růst poptávky následovaný jejím dlouhodobým hlubokým propadem.

Na závěr této části si dovoluji osobní poznámku. Tvůrci japonské měnové politiky nejsou nekvalifikovaní hlupáci ani ignoranti odmítající doporučení svých nejaponských kolegů. Naopak – disponují hlubokou analýzou japonské ekonomiky založenou na kvalitní statistice a svým zahraničním kolegům naslouchají možná až příliš pozorně. Některá jednoduchá doporučení zahraničních kolegů jsou bohužel pouze naivně aktivistická zhruba ve stylu špatně pochopeného 10. vydání učebnice Paula Samuelsona a ignorují makroekonomickou literaturu, která se objevila od 70. let dále. Ve skutečnosti je japonská situace nesmírně složitá a jakékoli jednoduché řešení je s vysokou pravděpodobností předem odsouzeno k nezdaru.

## 4. Závěry

### Doporučení pro měnovou politiku

V silně desinflační či deflační situaci by centrální banka měla poskytnout finančnímu systému dostatek likvidity a prosazovat jeho stabilitu. Měla by být flexibilní, pokud jde o úrokovou politiku. V situaci, kdy se nominální úrokové sazby dostanou k nulovým hodnotám, musí být posilovány alternativní (nemonetární) mechanismy přizpůsobení. Klíčem jsou strukturální reformy, koneckonců ty musí být při dostatku likvidity hlavní příčinou dlouhodobějších deflačních tlaků. Pokud existují, tak řešením je jejich odstranění a ne snaha o řešení narůstajících dluhů dodatečnou agresivní emisí peněz nebo fiskální politikou financovanou centrální bankou.

### Je inflace peněžním jevem?

Určitě, ale v soudobém finančním systému nemusí být centrální banka schopna vytvořit dostatek peněz. Většina peněz je tvořena v bankovním sektoru na základě tržních podnětů. Reakce peněžní zásoby a následně inflace na růst měnové báze není okamžitá a lineární. Naopak, centrální banka může dodávat likviditu do ekonomiky dlouhodobě bez efektu, nicméně v určitém hraničním okamžiku se očekávání změni, likvidita začne být masivně utrácena a hrozí riziko velmi vysoké inflace.

### QE nenabízí free lunch

Jak ukazuje japonská zkušenost, výsledky QE mohou být v deflační situaci velmi sporné. Jinými slovy, taková politika nenabízí v žádném případě „free lunch“ a ani „cheep lunch“. Po dvou letech aplikace této politiky je zřejmé, že z hlediska dalšího vývoje mohou nastat pouze tři varianty:

1) Budou realizovány strukturální reformy, obnoví se hospodářský růst a růst zadlužování státu bude

zastaven: Dluhy vlády i bank budou v budoucnosti spláceny veřejností a BoJ. Rozsah těchto dluhů je však dramaticky vysoký.

- 2) QE bude agresivně aplikováno nadále a po určité době přispěje ke zlepšení ekonomické situace. Vláda bude nicméně muset odkupovat špatná aktiva bank a řešit ztráty firemního i bankovního sektoru (včetně Bank of Japan), což dále zvýší veřejný dluh.
- 3) Akumulované dluhy smaže velmi vysoká inflace. Na ekonomiku bude ovšem uvalena dramatická inflační daň se stěží předvídatelnými ekonomickými a společenskými důsledky.

### **Co můžeme chtít po centrální bance při hledání cesty z deflace?**

Volání řady ekonomů po „boji s deflací“ silně nestandardními nástroji jdoucími za rámec mandátu centrálních bank v moderní demokratické společnosti, představují radikální změnu náhledu na centrální bankovníctví. Ve 20. století došlo postupně k jednoznačnému příklonu ekonomů k oddělení vlády od funkce emitenta peněz v důsledku negativních zkušeností s proinflačními politikami. Bohužel vedlejší důsledky nestandardních nástrojů mohou být právě ty, před kterými většina ekonomů do počátku 20. století permanentně varuje. Domnívám se, že část kolegů by měla myšlenkový stereotyp ve stylu vazby „uvolněná měnová politika – dynamické úvěrování firem – hospodářský růst – zdravý firemní sektor“ doplnit o vazbu „kvalitní právní a institucionální rámec – dynamické podnikání – zdravý finanční sektor – dynamické úvěrování – zdravé veřejné finance a uvolněná měnová politika“. Naznačené vztahy nemohou fungovat nezávisle na sobě.

Dále je třeba si uvědomit, že deflační prostředí je často odrazem strukturálních problémů, které jsou do značné míry vyvolány nedostatky regulačního a institucionálního prostředí. Někteří ekonomové, namísto toho, aby žádali po státu provedení reformy, prosazují spíše jejich odložení prostřednictvím peněžní emise. Měli by si ovšem položit otázku, co po centrální bance vlastně chtějí. Aby se stala gamblerem nakupujícím ve velkém velmi riziková domácí i zahraniční aktiva? Aby se stala institucí v rozhodující míře financující vládní výdaje? Aby se stala iniciátorem velmi vysoké inflace? Osobně doufám, že nejde o obrat ekonomického myšlení, ale pouze o primární a dočasnou reakci na aktuální situaci.

### **Literatura:**

- Ahearne, A. - Gagnon, G. - Haltmaier, J. - Kamin, S. et al.: Preventing deflation: lessons from Japan's experience in the 1990s. International Finance Discussion Papers from Board of Governors of the Federal Reserve System, No. 729, <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2002/729/ifdp729.pdf>
- Bank of Japan: The Role of the Money Stock in Conducting Monetary Policy. Bank of Japan Quarterly Bulletin, May 2003, <http://www.boj.or.jp/en/ronbun/03/data/ron0305a.pdf>
- Bank of Japan: How Should the Recent Increase in Japan's Monetary Base Be Understood? Bank of Japan, September 2002, <http://www.boj.or.jp/en/ronbun/02/data/ron0209a.pdf>
- Bernanke, B.S.: Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here. Speech Before the National Economists Club, Washington, D.C., November 21, 2002. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>
- Buiter, W.: Deflation: Prevention and Cure. NBER Working Paper No. w9623, April 2003. <http://papers.nber.org/papers/w9623.pdf>
- Frait, J.-Horská, H.-Melecký, M.: Recese, deflace, bankovní krize a past likvidity v Japonsku. Politická ekonomie, ročník L, č. 2, 2002, ss. 263-280
- Goodfriend, M.: Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy. Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper #00-3, September 2000, <http://www.rich.frb.org/pubs/wpapers/pdfs/wp00-3.pdf>
- Goodfriend, M.: Financial Stability, Deflation, and Monetary Policy. Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper #01-1, January 2001, <http://www.rich.frb.org/pubs/wpapers/pdfs/wp01-1.pdf>

1.pdf

Fukao, M.: Financial Strains and the Zero Lower Bound: the Japanese Experience. BIS Conference on "Monetary stability, financial stability and the business cycle". 28-29 March 2003  
<http://www.bis.org/events/conf0303/fukao.pdf>

Fukui, T.: Challenges for Monetary Policy in Japan. Speech given at the Spring Meeting of the Japan Society of Monetary Economics, on the occasion of its 60th anniversary, on June 1, 2003.  
<http://www.boj.or.jp/en/press/03/ko0306a.htm>

Krugman, P.: Can Deflation Be Prevented? <http://web.mit.edu/krugman/www/deflator.html>, February 1999

Krugman, P.: It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap". Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1998, No. 2, 1998b, s. 137-205.

Krugman, P.: Thinking about the Liquidity Trap. Paper for NBER/CEPR/TCER Conference in Tokyo, <http://web.mit.edu/krugman/www/trioshrt.html>, December 1999

Suda, M.: The Effect of "Quantitative Monetary Easing" When the Nominal Short-Term Interest Rate Is Zero. A lecture delivered at Nagoya University, November 11, 2002.  
<http://www.boj.or.jp/en/press/03/data/ko0304a.pdf>

Ueda, K.: Japan's Deflation and Policy Response. Speech given at the Meeting on Economic and Financial Matters in Nara City, Nara Prefecture, on April 24, 2003.  
<http://www.boj.or.jp/en/press/03/data/ko0304d.htm>, [ko0304d.htm](http://www.boj.or.jp/en/press/03/data/ko0304d.htm) pdf

Grafy a tabulky - Bank of Japan Web Site - <http://www.boj.or.jp/en>