
Pominulo riziko japonizace a potřeba QQE?

Jan Frait
viceguvernér

Seminář České společnosti ekonomické
*Nekonvenční měnová politika u konce s dechem? Aneb jak čtvrtstoletí
vysoce uvolněné měnové politiky v Japonsku ovlivnilo makroekonomické
myšlení.*

9. října 2023



Obavy z globální japonizace před několika lety

- Financial Times, 27. 8. 2019 – Japonizace: investoři se obávají, že se potíže šíří globálně
- ... řada investorů a analytiků se více obává hlubšího, více strukturálního posunu: že světová ekonomika podléhá jevu zvanému „**japonizace**“.
- Japonizace (nebo též japonifikace) je výraz, který ekonomové používají pro **téměř 30letý boj Japonska s deflací a slabým růstem, charakterizovaný mimořádnou, ale neúčinnou měnovou stimulací, která snižuje výnosy dluhopisů, přičemž prudce roste zadlužení.**
- Hlavní příznak šířící se japonizace: **nárůst dluhu se záporným výnosem, který zrychlil během léta.**

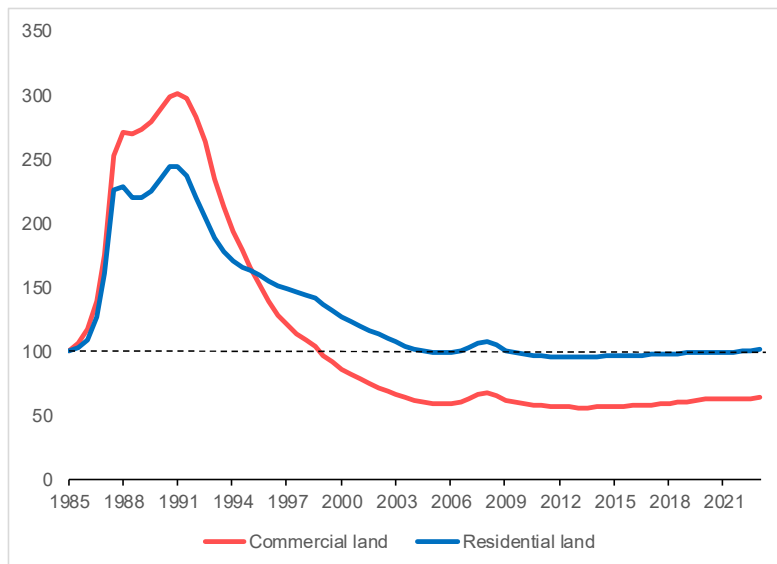
V Japonsku se pořád něco „zpátky“

- [Krugman \(1998\)](#): Je to **zpátky!** Propad Japonska a návrat **pasti likvidity**
- [MMF, Finance & Development, červen 2006](#): **Japonsko je zpátky!** Po ztracené dekádě japonská ekonomika ožívuje
- [OECD Observer, Q1 2014](#): **Japonsko je zpátky!** ... Ekonomické oživení může vydržet, jestliže dojde k omezení veřejného dluhu a budou důsledně prosazovány související strukturální reformy, zejména v oblasti konkurence, trhu práce a rovnosti pohlaví.
- [Wall Street Journal, 19. 5. 2023](#): **Japonsko je zpátky** – přinejmenším pro zahraniční investory. Slabší jen a lepší správa a řízení společností nalákaly zahraniční investory včetně Berkshire Hathaway.
- [Foreign Policy, 23. 6. 2023](#): Japonský **akciový trh je konečně zpátky** na úrovních roku 1990. 33 let trvajícím oživením naznačuje o něco lepší budoucnost.
- [Financial Times, 2. 10. 2023](#): **Japonsko je zpátky**, ale globální investoři možná budou potřebovat trochu víc přesvědčit, že je opravdu zpátky na delší dobu.

Co se stalo – ztráta vnímaného bohatství

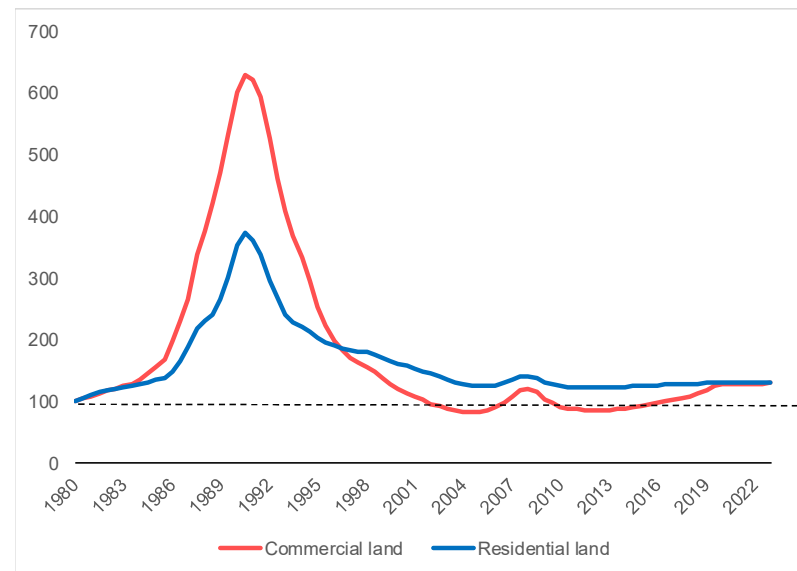
- Japonsko si v 80. letech prošlo bublinami a výrazným dluhově financovaným boomem, po kterém následoval propad.
- Poté přišlo drastické snížení vnímaného bohatství v důsledku kolapsu cen aktiv v rozsahu několikanásobku původního ročního HDP.

Property prices in Japan (Tokyo metropolitan area), 1985=100



Source: BIS Stats

Property prices in Japan (6 big cities), 1980=100



Source: BIS Stats

Co se stalo – ztráta vnímaného bohatství

- Japonsko si v 80. letech prošlo bublinami a výrazným dluhově financovaným boomem, poté následoval propad.
- Poté přišlo drastické snížení vnímaného bohatství v důsledku kolapsu cen aktiv v rozsahu několikanásobku původního ročního HDP.

Stock prices in Japan

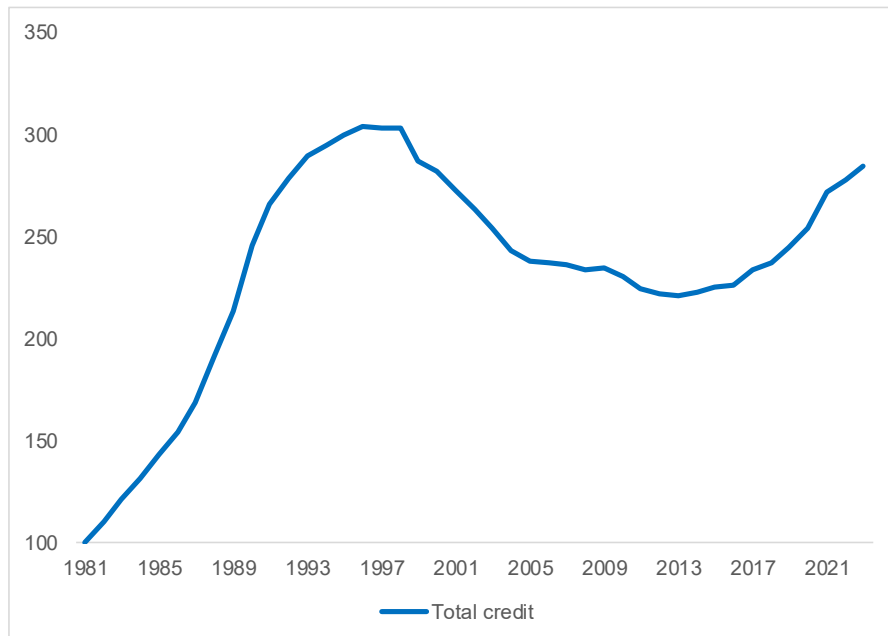


Source: Bloomberg

Oddlužení a úsilí o nápravu rozvah

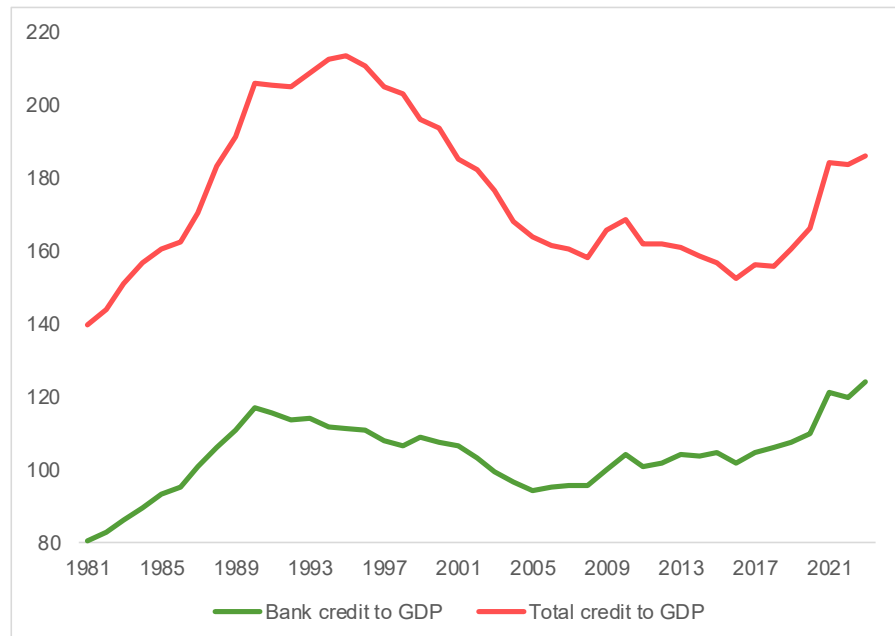
- Nefinanční podniky a do jisté míry i domácnosti reagovaly snahou napravit své rozvahy snížením zadlužení, což vedlo k bilanční recesi (termín Richarda Koo).

Stock of credit to the private non-financial sector in JP, 1981=100



Source: FRED

Credit to the private non-financial sector in JP, 1981=100

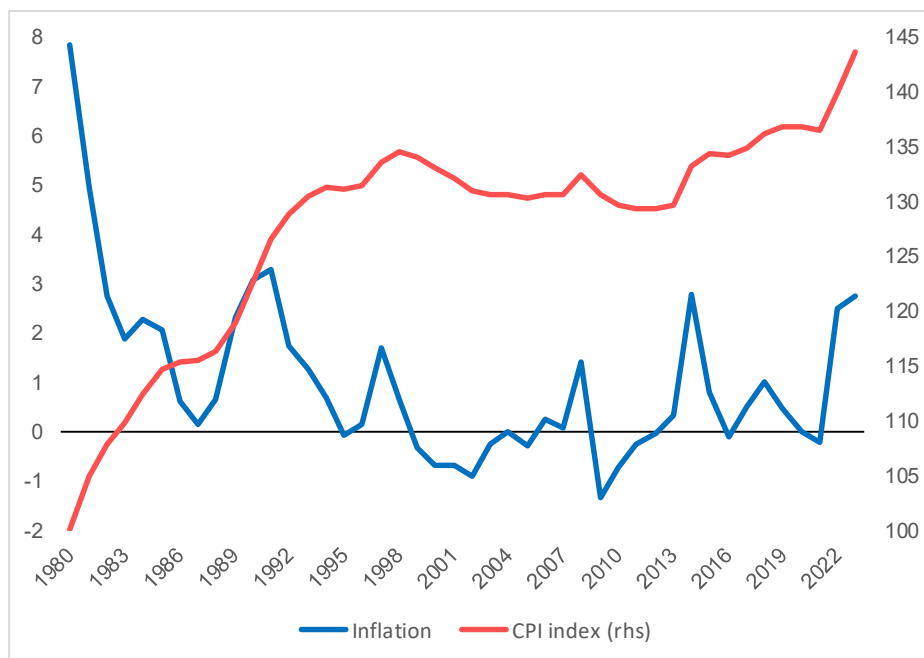


Source: FRED

Deflační a dezinflační tlaky

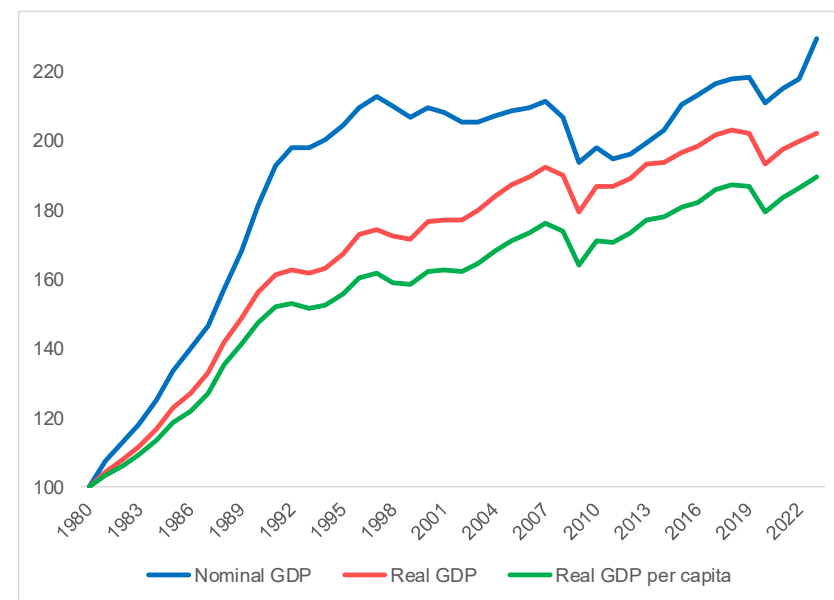
- Měnová politika se nepokoušela o návrat k předchozím úrovním cen aktiv a záchranu investorů, přirozeným důsledkem byl nástup dezinflačních tlaků.

Inflation and the price level in JP
(%, 1980=100)



Source: World Economic Outlook database

GDP growth in JP
(1981=100)

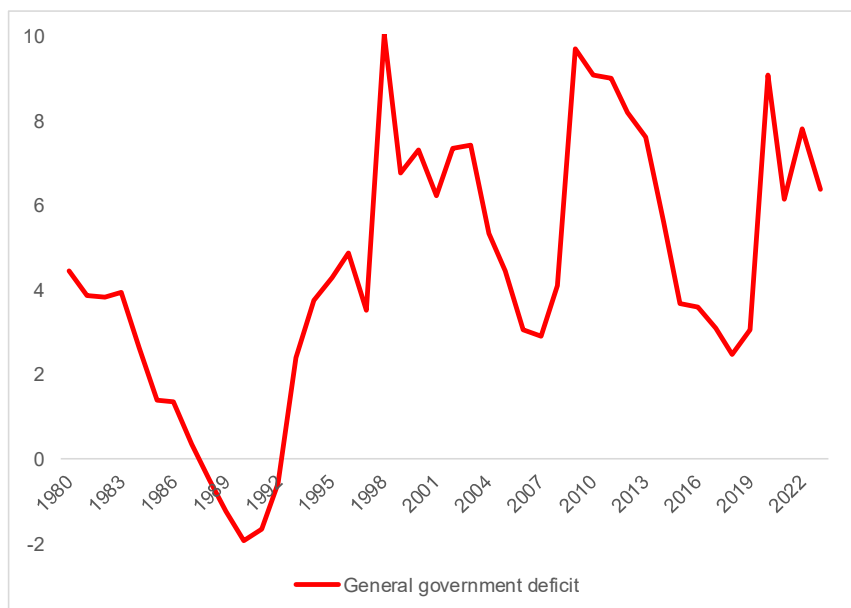


Source: World Economic Outlook database

Fiskální politika – způsob zapojení přebytečných úspor

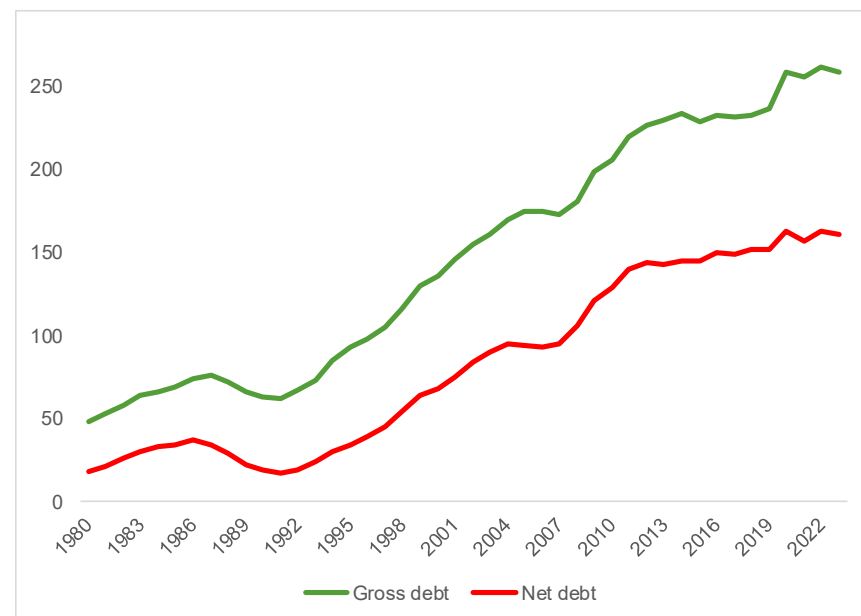
- Veřejné výdaje udržovaly agregátní poptávku utrácením soukromých úspor, pro které soukromý sektor „neměl využití“.

General government net borrowing in JP
(% of GDP)



Source: World Economic Outlook database

General government debt in JP
(% of GDP)

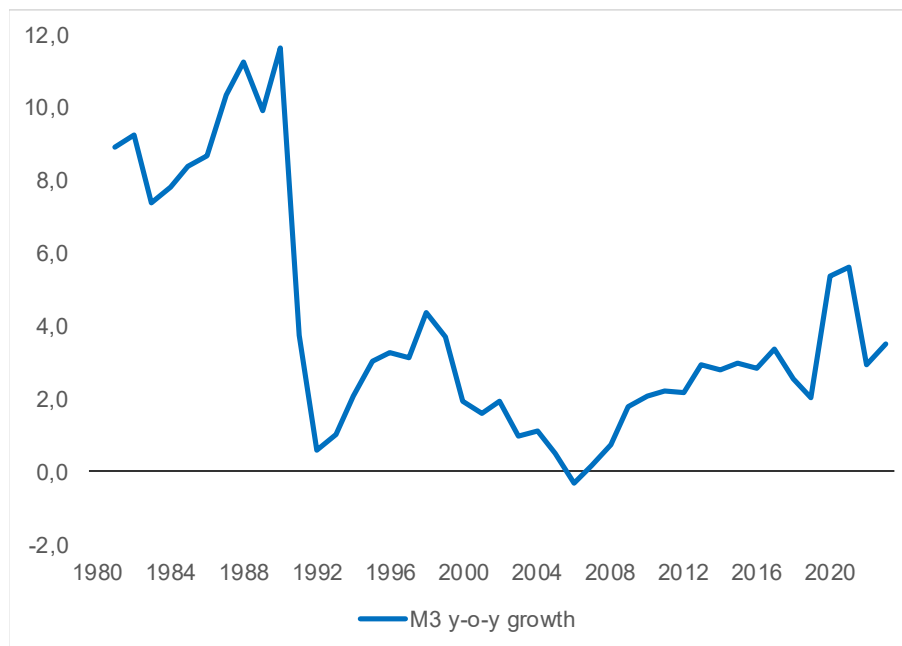


Source: World Economic Outlook database

Peněžní zásoba

- Růst peněžní zásoby byl kladný navzdory poklesu soukromých úvěrů v důsledku úvěrování vlády bankami (více než dvojnásobného oproti roku 1990).

Money supply (M3) annual growth in JP
(%)



Source: FRED

Úvěry soukromému a veřejnému sektoru

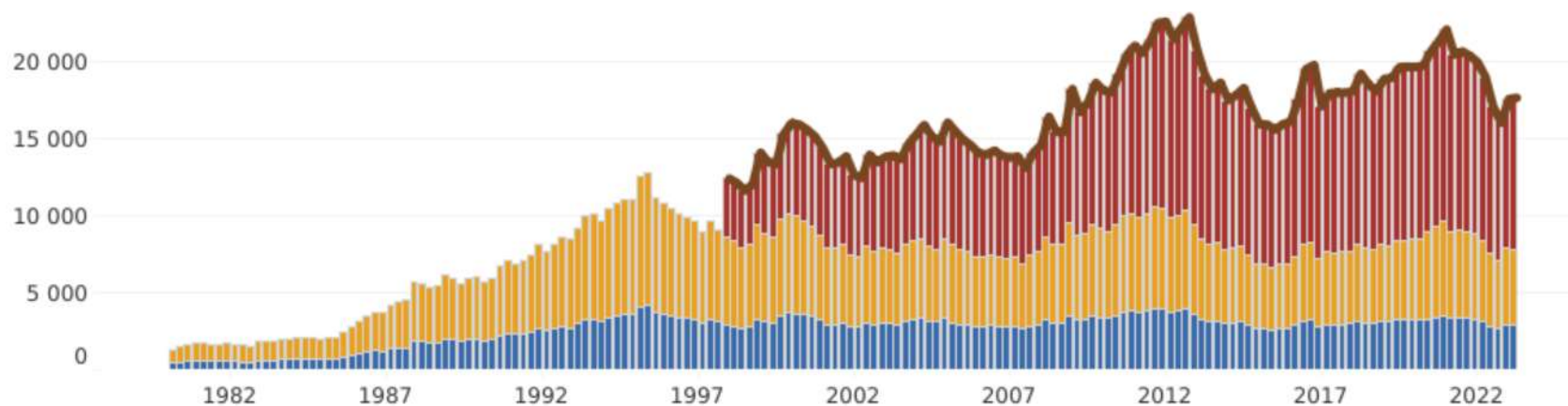
Japan

1980 Q1 ————— 2023 Q1

Total credit to the non-financial sector by **borrowing sector**

Sector: (Multiple values) Valuation: Market value Type: Outstanding

Borrowing sector: ■ Non-financial sector ■ General government ■ Non-financial corporations ■ Households & NPISHs



Zdroj: BIS

Úvěry soukromému a veřejnému sektoru

Japan

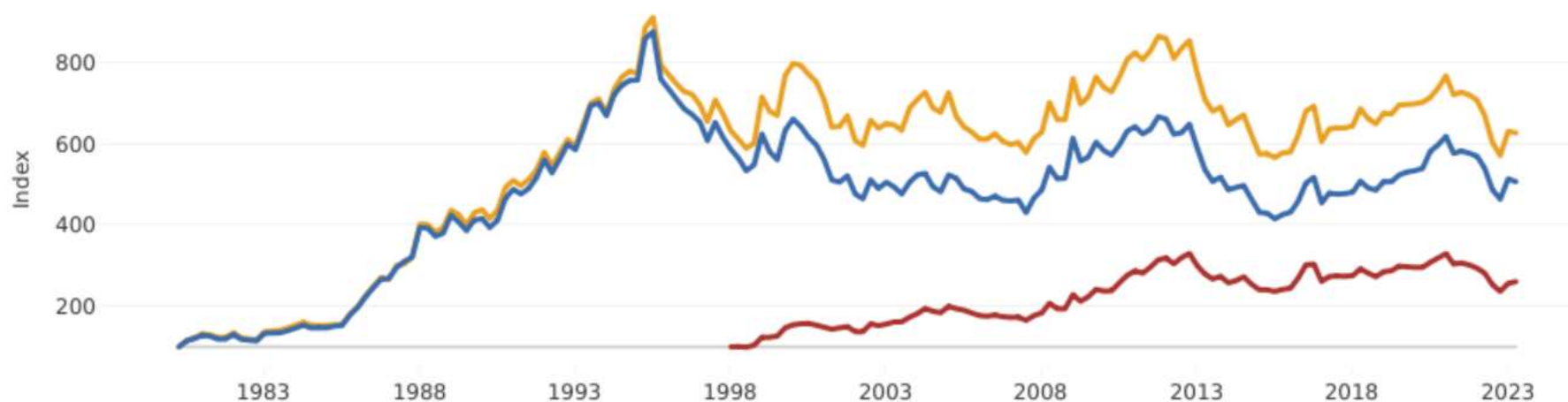
1980 Q1 ————— 2023 Q1

Total credit to the non-financial sector by **borrowing sector**

Index: (1980 Q1 = 100)

Sector (Multiple values) Valuation (Market value) Type (Index)

Borrowing sector: ■ General government ■ Non-financial corporations ■ Households & NPISHs



Zdroj: BIS

Měnověpolitická doporučení „zvenčí“

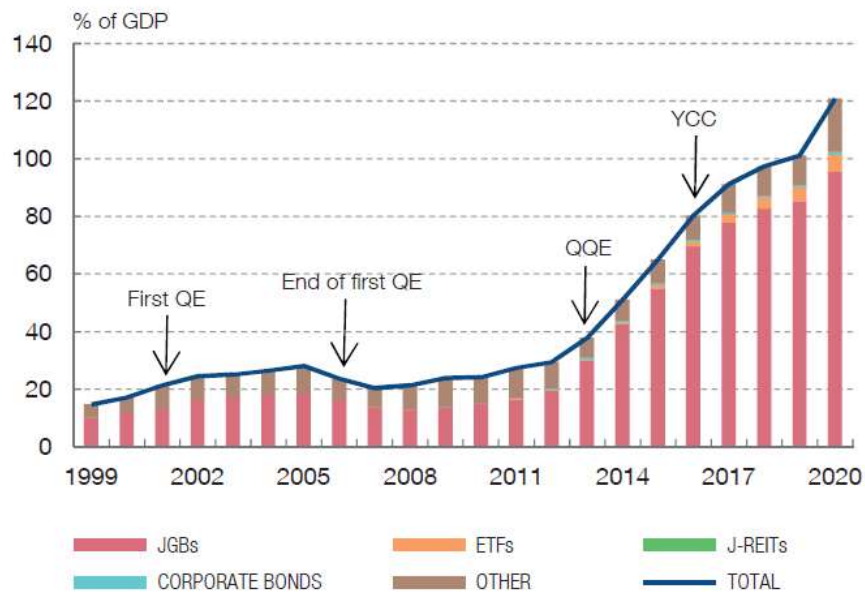
- Krugman (1998, 1999):
 - Měnová politika bude účinná, jestliže centrální banka dokáže věrohodně slíbit, že bude nezodpovědná a bude usilovat o vyšší budoucí cenovou hladinu.
 - K odvrácení deflace je nutné dosáhnout očekávané inflace tím, že centrální banka věrohodně slíbí, že budoucí cenová hladina bude ve srovnání s přítomností dostatečně vysoká.
- Ekonomové z akademické i institucionální sféry, zejména z tábora nové keynesovské ekonomie (Ball, Bernanke, Blanchard, Ito, Leigh, Mishkin, Woodford), pravidelně navrhovali cílování inflace, cílování cenové hladiny s cílem 2 % nebo i vyšším a další nekonvenční kroky k ovlivnění inflačních očekávání, stejně jako MMF (viz zprávy z konzultací podle článku IV ze začátku století, či Westelius, 2020).
- Blanchard a Posen (2015): Japonsko potřebuje nastartovat mzdově-inflační spirálu podobnou té, která je strašákem od 70. let. Bank of Japan by měla pokračovat v QE, aby tomuto všeobecnému nárůstu cen a mezd vyšla vstříc, dokud se v tříletém horizontu neprosadí hospodářský cyklus. Znamená to na několik let nahradit současný 2% inflační cíl mnohem vyšší hodnotou – např. mezi 5 % a 10 %.

Změny měnové politiky

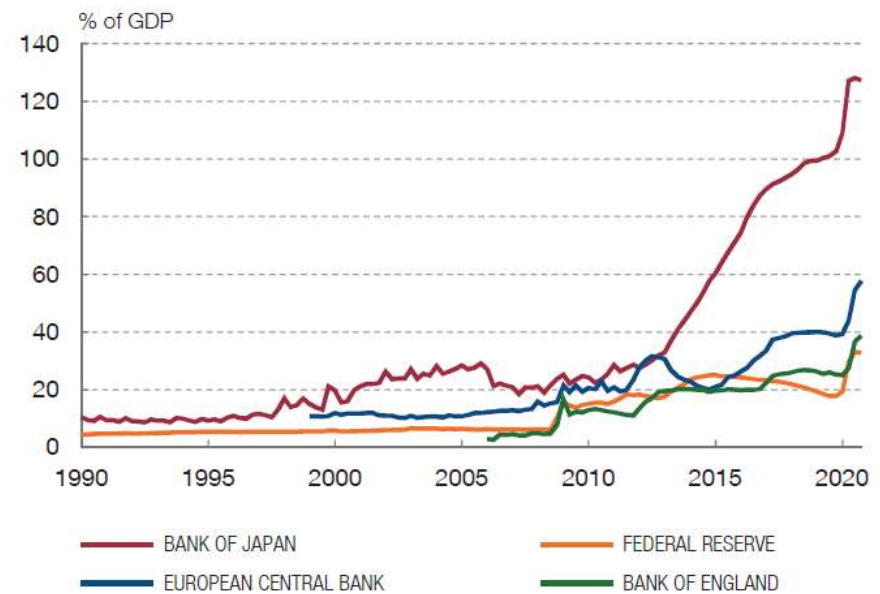
- Během uvedeného období poskytovala měnová politika BoJ stále větší podporu.
 - 1999 (většinou) – nulové nebo záporné základní úrokové sazby
 - 2001–2006 – kvantitativní uvolňování
 - 2010 – komplexní měnové uvolňování
 - 2013 – cílování inflace plus kvantitativní a kvalitativní uvolňování
 - Od roku 2016 – řízení výnosové křivky (BoJ vlastní přes 80 % 10Y státních dluhopisů, 50 % všech státních dluhopisů)
 - Od roku 2018 – signalizace budoucí měnové politiky
 - 2020 – nákupy více kategorií aktiv
 - 2021 – úrokový program na podporu úvěrování, operace na financování reakce na změny klimatu
 - červenec 2023 – uvolnění politiky řízení výnosové křivky zvýšením tvrdého horního limitu pro výnos 10Y japonského státního dluhopisu z 0,5 % na 1 %, krátkodobá měnověpolitická sazba beze změny na -0,1 %.

Rozvaha Bank of Japan

1 BALANCE SHEET OF THE BANK OF JAPAN



2 COMPARISON WITH OTHER CENTRAL BANKS



Zdroj: Egea a López (2021)

Zaměření seminářů z let 2003 a 2023

2003:

- Bude QE fungovat?
- Není zaměření na inflaci pouze symptomem komplexního problému?
- Jaké jsou potenciální nepříznivé vedlejší efekty extrémně uvolněných politik?

2023:

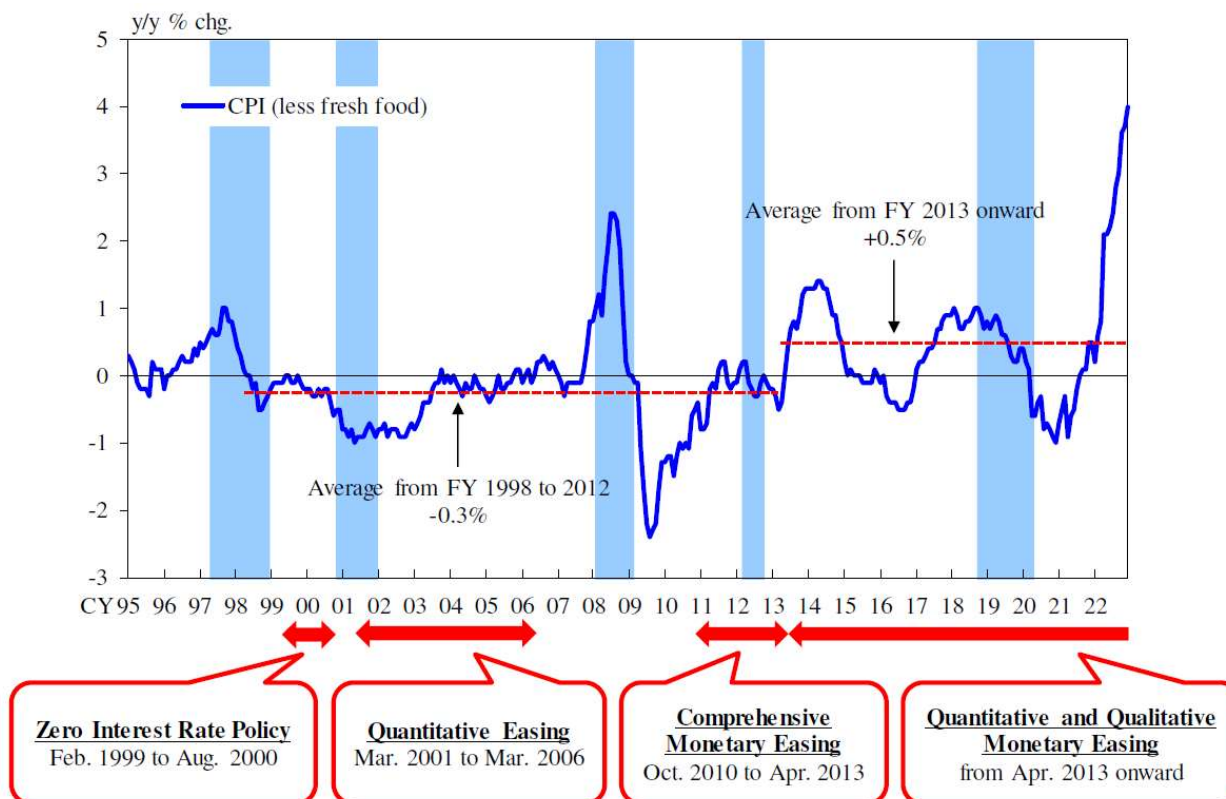
- Opravdu QE/QQE fungovalo?
- A opravdu už riziko deflace skončilo?
- Jak změnil případ Japonska tvorbu makroekonomických politik v globálním měřítku?
- Může se to stát znovu? Pokud ano, jak se tomu vyhnout? Pokud se tomu nepůjde vyhnout, jak zmírnit důsledky?

Problémy s kontrafaktickými otázkami:

- Co by se stalo bez více než 20 let QQE?
- Co se stane 20 let po konci QQE? Těším se na seminář v roce 2043!

Stabilizace inflace na vyšších úrovních?

Změny měnové politiky, inflace a recese (podbarvené oblasti)

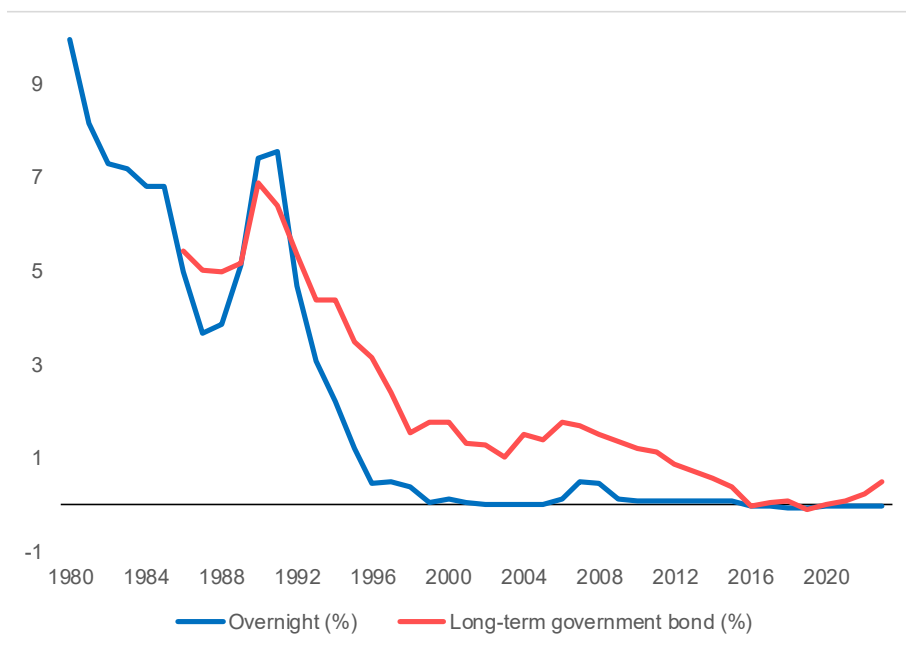


Zdroj: Wakatabe (2023)

Snižování sazeb s cílem zvýšit / relativně vůči S

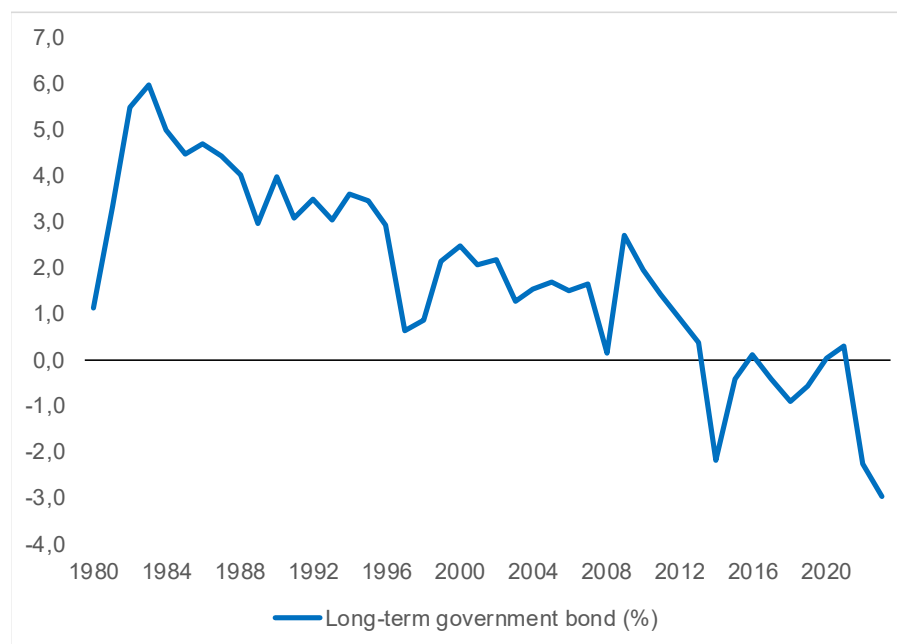
- Nominální výnosy dluhopisů nebyly do roku 2016 záporné, reálné výnosy dluhopisů jsou záporné od roku 2013 (reálné sazby z úvěrů byly skoro vždy kladné).

Nominal interest rates in JP
(%)



Source: BOJ Time-Series Data Search, EIU, FRED

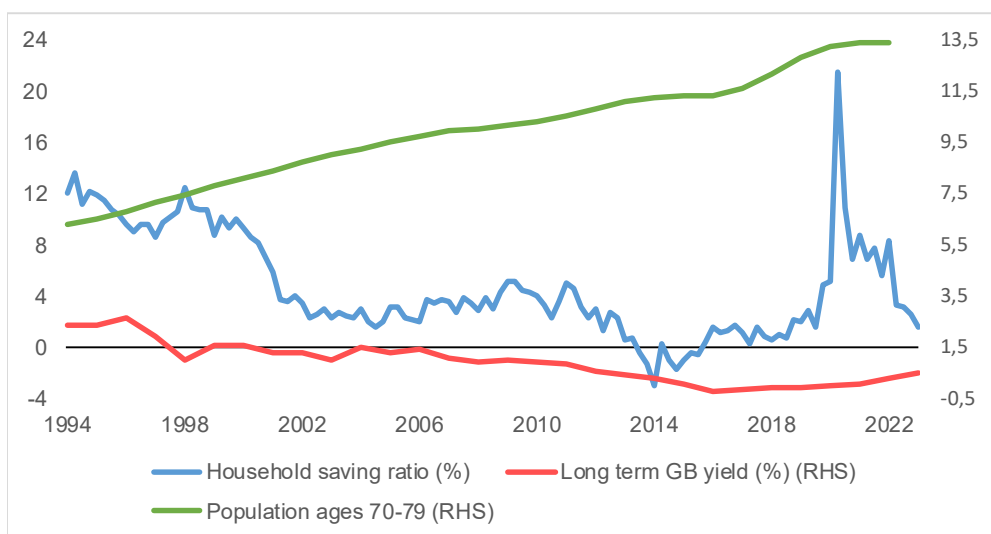
Real long-term real interest rate in JP
(%)



Source: ECB

Snížení míry úspor domácností a nefinančních podniků?

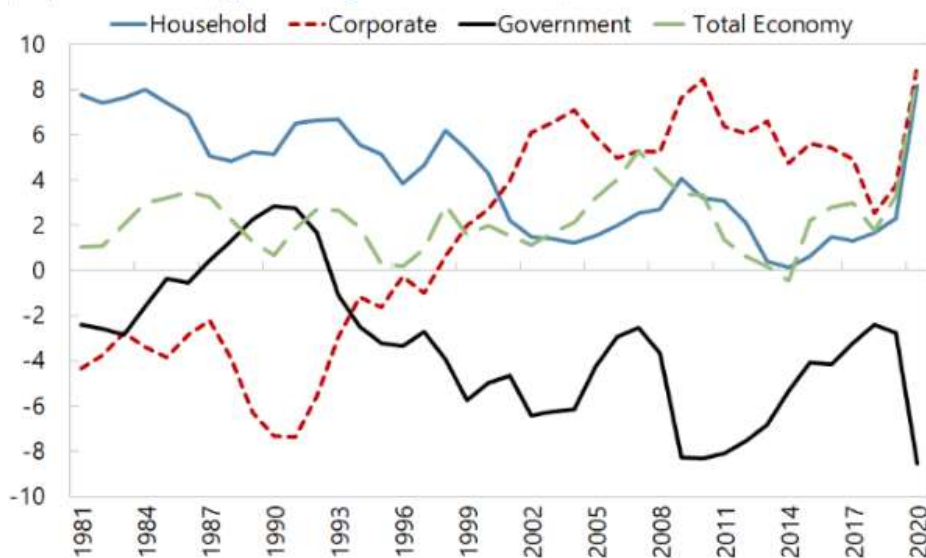
Household savings rate, population aged 70-79 and real interest rate in JP
(in %)



Source: BoJ, IMF, Cabinet Office of Japan

Net Saver/Borrowers

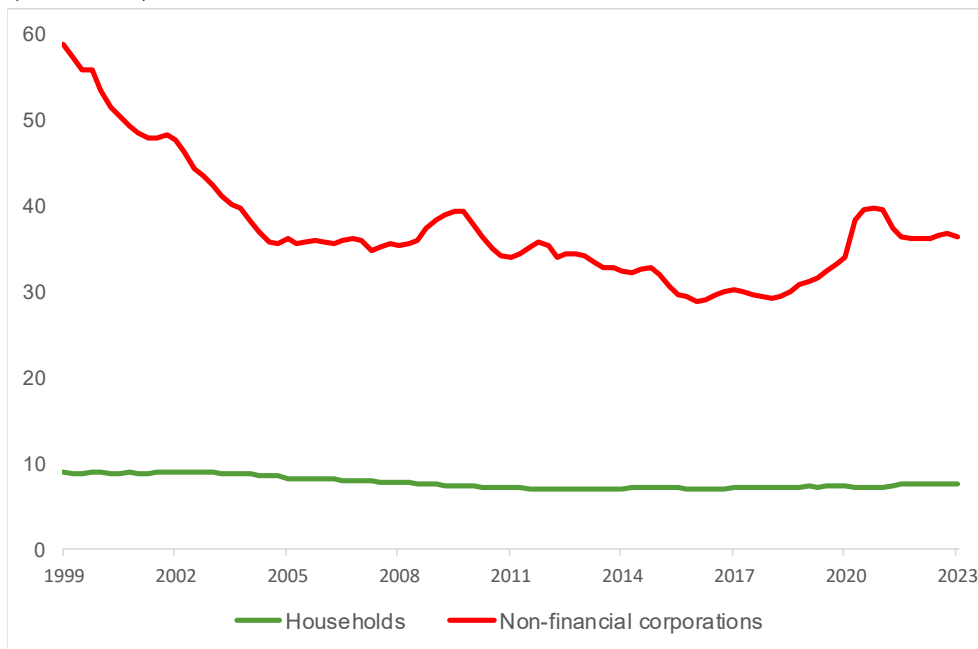
(In percent of GDP, gross saving minus investment)



Zdroj: Zprávy MMF z konzultací
podle článku IV, 2023

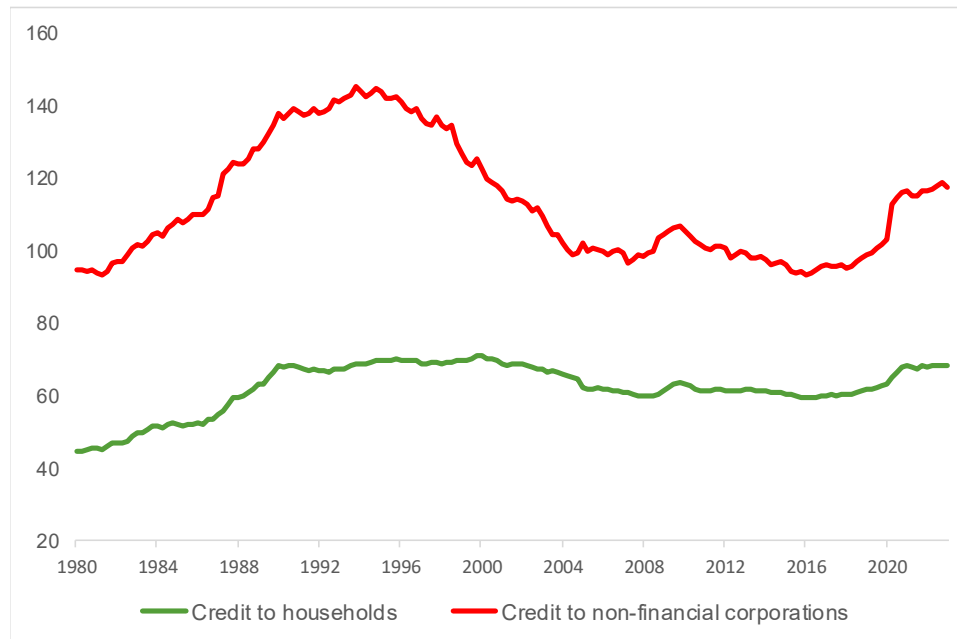
Podpora výpůjček domácností a nefinančních podniků?

Debt-service ratios in JP
(% of income)



Source: BIS

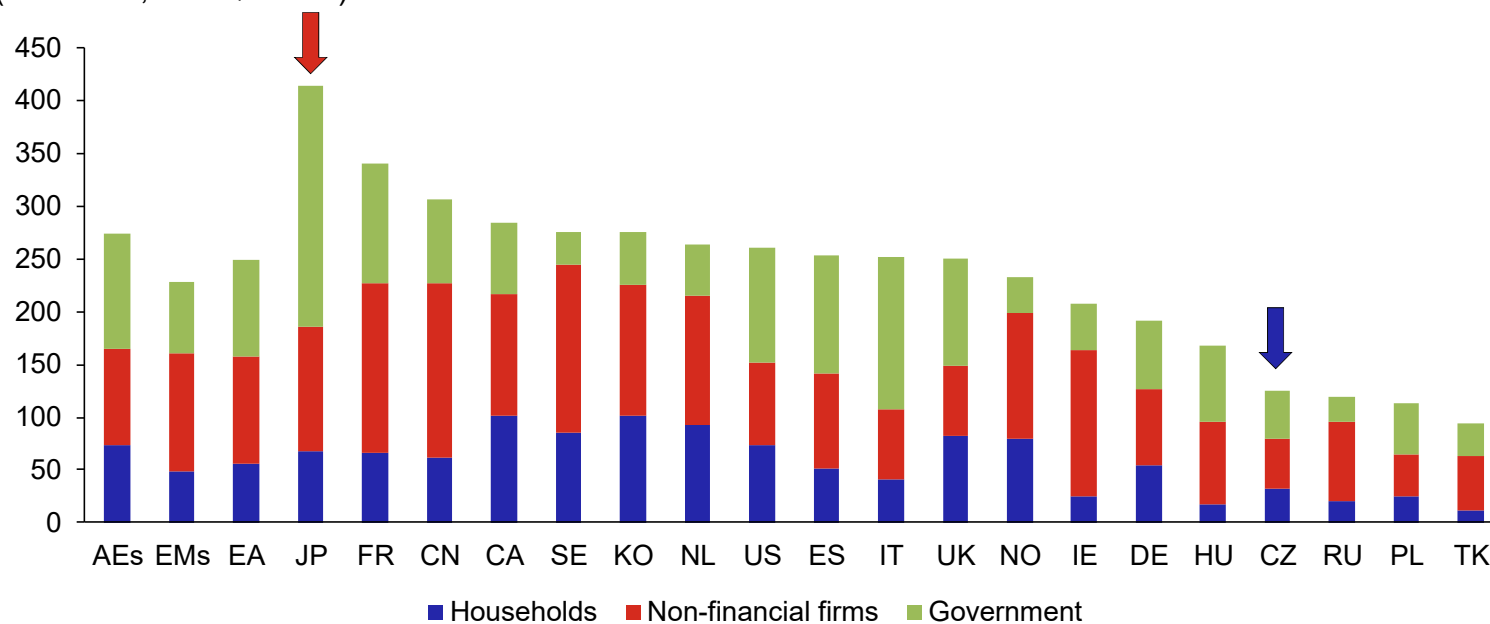
Credit to the private non-financial sectors in JP
(% of GDP)



Source: BIS

Je Japonsko vzhledem k jeho zadlužení „zpátky“?

Debt of households, non-financial firms and governments in selected economies and groups of economies
(in % GDP, end Q1 2023)



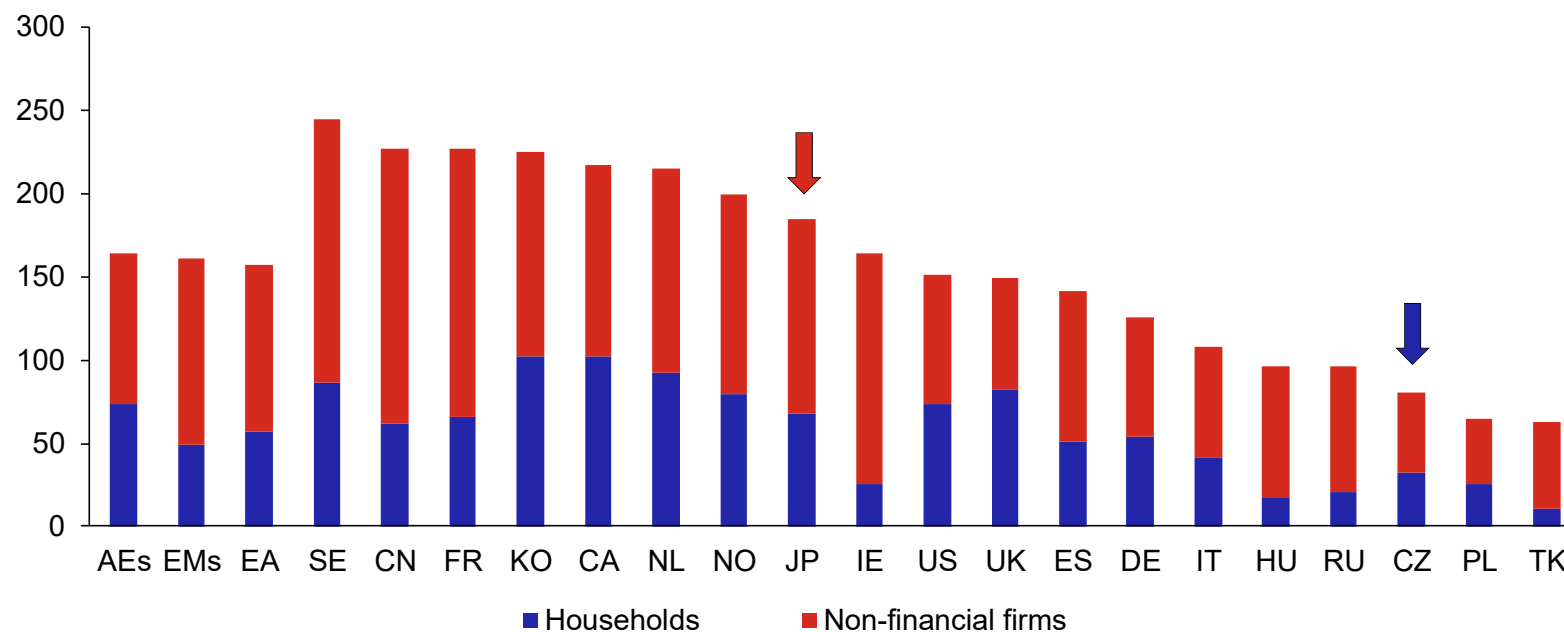
Source: BIS

Note: AEs - advanced economies, EMs - emerging economies, EA - euro area

Je Japonsko vzhledem k jeho zadlužení „zpátky“?

Debt of households and non-financial firms in selected economies and groups of economies

(in % GDP, end Q1 2023)



Source: BIS

Note: AEs - advanced economies, EMs - emerging economies, EA - euro area

Skončila deflace a je QE u konce s dechem?

- Současný konsenzus na všem kromě Japonska – deglobalizace, demografie a veřejné akceptování uvolněného fiskálu implikuje budoucí inflační tlaky; nyní vyšší sazby po delší dobu pro zdolání „poslední míle“, již ne nízké sazby po dlouhou dobu.
 - Nemůže to jen odrážet tendenci nadhodnocovat při úvahách o budoucnosti vývoj v posledních letech?
- Analytici a instituce očekávají, že se inflace v Japonsku v příštích letech vrátí pod 2 %, jako např. MMF v letošních výstupech z konzultací podle článku IV:
 - Akomodativní nastavení měnové politiky je i nadále vhodné, ale musí být podpořeno ostatními politikami, aby byl 2% inflační cíl dosažen udržitelným způsobem.
 - Zatímco celkové akomodativní nastavení pomáhá podpořit domácí poptávku, bez výraznějšího zrychlení růstu mezd inflace do konce roku 2024 klesne pod 2 %, neboť vliv růstu nákladů v čele se zvýšením dovozních cen a slabším kurzem jenu pravděpodobně zeslábně.
 - Je tak nezbytné zároveň implementovat další politiky ke zvýšení kupní síly domácností prostřednictvím zvýšení mezd.

- Japonizace může zasáhnout kteroukoli ekonomiku, která zažila velký úspěch (hospodářský zázrak) postavený ve velké míře na dluhovém financování.
- Příslušné orgány by měly uplatňovat makrobezřetnostní politiky v bankovním i nebankovním finančním sektoru a makrobezřetnostní logiku v měnové i fiskální politice, aby předešly spektakulárnímu a dlouhotrvajícímu boomu taženému dluhem.
- Orgány v zemích, které jsou k japonizaci náchylné, se poučily a jsou připraveny „za každou cenu“ aplikovat politiky, které takovému scénáři zabrání.
- Ekonomické subjekty očekávají, že tak budou činit, což nezaručuje, že se nerozvinou jiné nepříznivé scénáře, pravděpodobné jsou vícenásobné rovnováhy.
- Konvenční i nekonvenční měnové politiky vycházející z mainstreamové měnové makroekonomie pravděpodobně budou účinkovat jen částečně a pomalu.
- Léčením strukturálních nedostatků proticyklickými politikami by se dal získat čas, ale také by se tak dal promrhat.
- Méně konvenční než v nedávné minulosti použité „nekonvenční“ politiky by se „příště“ neměly zavrhovat.

Děkuji za pozornost

Sledujte nás

