

Monetárna politika a finančná nestabilita

Diplomová práca

Vedúci práce:

Ing. Marcel Ševela, Ph.D.

Bc. Filip Bunta

Brno 2015

Rád by som sa poďakoval Ing. Marcelovi Ševelovi, Ph.D. za ochotu, odborné rady a cenné pripomienky, ktorými prispel k vypracovaniu tejto diplomovej práce.

Čestné prehlásenie

Prehlasujem, že som túto prácu: **Monetárna politika a finančná nestabilita** vypracoval samostatne a všetky použité zdroje a informácie uvádzam v zozname použitej literatúry. Súhlasím, aby moja práca bola zverejnená v súlade § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách v znení neskorších predpisov a v súlade s platnou *Směrnici o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

Som si vedomý, že sa na moju prácu vzťahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brně má právo na uzatvorenie licenčnej zmluvy a použitie tejto práce ako školského diela podľa § 60 odst. 1 autorského zákona.

Ďalej sa zaväzujem, že pred spísaním licenčnej zmluvy o použití diela inou osobou (subjektom) si vyžiadam písomné stanovisko univerzity, že predmetná licenčná zmluva nie je v rozpore s oprávnenými záujmami univerzity a zaväzujem sa uhradiť prípadný príspevok na úhradu nákladov spojených so vznikom diela, a to až do ich skutočnej výšky.

V Brne dňa 21. mája 2015

Abstract

Bunta, F. Monetary policy and financial instability. Diploma thesis. Brno: Mendel University, 2015.

The diploma thesis deals with the issue of the deflation at the current monetary conditions. The starting point for the identification and differentiation of the observed deflationary phenomena in the Japanese and Chinese economies is the comparison of the theoretical approaches of the mainstream and alternative economics. Using the example of the United States, economic cycle is analysed according to the concept of the theory of the Austrian business cycle, which is then used in analysing the economic situation of China and Japan in the observed period.

Keywords

Deflation, ABCT, China, Japan, USA, monetary policy.

Abstrakt

Bunta, F. Monetárna politika a finančná nestabilita. Diplomová práca. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2015.

Diplomová práca sa zaoberá problematikou deflácie v prostredí súčasných monetárnych podmienok. Východiskom pre identifikáciu a odlíšenie sledovaných deflačných javov v japonskej a čínskej ekonomike je komparácia teoretických prístupov hlavného a alternatívneho ekonomického prúdu. Na príklade Spojených štátov amerických je analyzovaný hospodársky cyklus podľa konceptu teórie rakúskeho hospodárskeho cyklu, ktorý je následne využitý aj pri analýze ekonomickej situácie Číny a Japonska v sledovanom období.

Kľúčové slová

Deflácia, ABCT, Čína, Japonsko, USA, monetárna politika.

Obsah

1	Úvod.....	14
2	Cieľ práce a metodika	15
2.1	Cieľ práce.....	15
2.2	Metodika.....	16
3	Prehľad teoretických prístupov.....	18
3.1	Prístup hlavného prúdu.....	18
3.1.1	Deflácia v AS-AD modeli a jej jednotlivé typy	18
3.1.2	Inflácia, deflácia a hospodárska politika	20
3.1.3	Phillipsova krivka a jej teoretické implikácie v rámci ekonomie hlavného prúdu	23
3.2	Alternatívne prístupy	24
3.2.1	Deflácia v pojatí školy rakúskej ekonomie	25
3.2.2	Hayekov trojuholník	32
3.2.3	Hospodárska politika ABCT	34
3.2.4	Dynamika monetárnej teórie a pozitívny sklon Phillipsovej krivky..	36
3.3	Komparácia prístupov.....	38
4	Hospodársky cyklus Spojených štátov amerických	42
4.1	Makroekonomické ukazovatele.....	43
4.2	Typické príznaky jednotlivých fáz hospodárskeho cyklu podľa ABCT	51
4.3	Situácia na trhu s nehnuteľnosťami.....	53
4.4	Záver identifikácie priebehu hospodárskeho cyklu USA podľa ABCT.....	56
5	Ekonomická situácia Japonska v 90tych rokoch	57
5.1	Alternatívne pohľady na príčiny japonskej deflačnej situácie	60
5.2	Rakúsky pohľad	61
5.3	Zhrnutie analýzy japonskej deflačnej situácie 90tych rokov	73
6	Ekonomická situácia Číny v rokoch 1990 - 2010	75
6.1	Bublina na trhu s nehnuteľnosťami.....	78

6.2	Analýza hospodárskeho cyklu z rakúskeho pohľadu s aplikáciou na čínsku ekonomiku.....	83
6.3	Zhrnutie cenovej deflácie čínskej ekonomiky na prelome 21. Storočia	87
7	Diskusia.....	89
8	Záver.....	94
9	Literatúra.....	97

Zoznam obrázkov

Obr. 1	AS – AD model a jednotlivé deflačné situácie.....	19
Obr. 2	Grafické zobrazenie výrobnnej štruktúry podľa konceptu Hayekovho trojuholníka.....	33
Obr. 3	Vývoj federal funds rate v %.....	43
Obr. 4	Vývoj osobnej miery úspor v %.....	44
Obr. 5	Výdaje domácností na spotrebu v mld. USD.....	44
Obr. 6	Priemyslové a obchodné úvery v mld. US.....	45
Obr. 7	Vývoj Menovej bázy.....	46
Obr. 8	Vývoj Prebytočných rezerv vkladových inštitúcií v mld. USD.....	47
Obr. 9	Menové agregáty M1, M2, M3.....	48
Obr. 10	Vývoj HDP v mil. dolárov.....	48
Obr. 11	Vývoj nezamestnanosti v %.....	49
Obr. 12	Vývoj CPI (cenová inflácia) v % zmene.....	49
Obr. 13	Vývoj hlavných akciových indexov.....	50
Obr. 14	Vývoj Tobinovho Q indexu.....	50
Obr. 15	Vývojová komparácie CPI a PPI indexu.....	51
Obr. 16	Vývoj PPI indexov podľa výrobnjej fázy.....	52
Obr. 17	Vývoj zamestnanosti v závislosti na výrobnjej fáze odvetvia.....	52
Obr. 18	Vývoj úrokových sadzieb 30-ročných hypoték.....	53
Obr. 19	Vývoj počtu nových rodinných domov v tis.....	54
Obr. 20	Vývoj opustenosti domov v %.....	55
Obr. 21	Cenový index nehnuteľností v 10tich najväčších mestách.....	55
Obr. 22	Vývoj menového kurzy USD/JPY.....	58
Obr. 23	Vývoj Nikkei 225 indexu.....	59
Obr. 24	Vývoj cenového indexu japonského trhu s nehnuteľnosťami.....	59
Obr. 25	Vývoj cenovej hladiny s pomocou CPI indexu (2010=100).....	62
Obr. 26	Vývoj menovej bázy ako percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku v %.....	64

Obr. 27	Vývoj menových agregátov M1 (zelená krivka), M2 (červená krivka), M3 (modrá krivka)	64
Obr. 28	Vývoj ukazovateľa HDP meraného ako zmena oproti predchádzajúcemu roku v %	65
Obr. 29	Vývoj GDP per capita PPP krajín USA (vľavo hore), Japonska (vpravo hore), UK (vľavo dole) a európskej oblasti (vpravo dole).....	66
Obr. 30	Vývoj miery nezamestnanosti v %	67
Obr. 31	Vývoj úrokovej sadzby Japonskej centrálnej banky (Boj) v %	68
Obr. 32	Vývoj spotrebiteľských výdajov	68
Obr. 33	Vývoj zamestnanosti v jednotlivých odvetviach	72
Obr. 34	Vývoj objemu priamych zahraničných investícií v mld. USD	76
Obr. 35	Vývoj HDP ako % zmena v porovnaní s prechádzajúcim rokom.....	77
Obr. 36	Vývoj všeobecnej cenovej hladiny meranej pomocou indexu spotrebiteľských cien CPI.	78
Obr. 37	Vývoj Šanghajského akciového trhu	78
Obr. 38	Vývoj objemu spotrebných výdajov čínskych domácností.	80
Obr. 39	Vývoj objemu hrubých úspor ako % podiel na HDP	80
Obr. 40	Vývoj menového kurz Yuan/Dolár	82
Obr. 41	Komparácia Číny a USA vývoje menového agregátu M2.....	83
Obr. 42	Vývoj menových agregátov M1 a M2	84
Obr. 43	Vývoj vybraných cenových indexov podľa odvetvia	85
Obr. 44	Vývoj PPI, CPI a RPI	86
Obr. 45	Vývoj zamestnanosti vo vybraných sektoroch v závislosti na vzdialenosti od konečnej spotreby.....	87
Obr. 46	Vývoj hladiny spotrebiteľských cien.....	90
Obr. 47	Vývoj miery nezamestnanosti	90
Obr. 48	Vývoj rastu reálneho HDP	91
Obr. 49	Vývoj rastu menového agregátu M2	91
Obr. 50	Vývoj realitných cenových indexov (Čína – červená, USA – modrá, Japonsko – fialová).....	92

Zoznam tabuliek

Tab. 1	Identifikácia jednotlivých typov deflácie v prístupoch hlavného prúdu a rakúskej ekonomie	41
Tab. 2	Vývoj ukazovateľov GDR, MS (M1), CPI a PPI.....	63
Tab. 3	Tempo rastu GDP v jednotlivých odvetviach	71
Tab. 4	Vývoj objem export, import a čistého exportu (NX) v mild. USD	81

1 Úvod

Sú pre ekonomiku potrebné vysoké alebo nízke ceny? Dilema, ktorá za každým dokáže rozpútať vášnivú debatu nie len medzi ekonómami v akademickej oblasti. Spotrebitelia požadujú pokles cien spotrebných statkov, vlastníci nehnuteľností a iných aktív naopak rast cien ich aktív, centrálna banka zase udržanie cenovej hladiny na úrovni, ktorá bude podporovať rast ekonomiky. Práve jednotlivé ceny sú agregované do všeobecnej cenovej hladiny, jedného z hlavných makroekonomických ukazovateľov, na ktorú sa upiera pozornosť monetárnej politiky. Klesajúca cenová hladina a jej potenciálne nebezpečenstvo je od konca 90tych rokov 20. storočia témou rezonujúcou čoraz častejšie a v súčasnosti opäť naberá na významnosti.

Je deflácia problémom, ktorého by sme sa mali obávať? Je potrebné jej predísť, zakročiť proti nej, nechať jej voľný priestor? Cieľom tejto diplomovej práce bude okrem iného snaha o poskytnutie odpovedí na tieto otázky alebo pri najmenšom aspoň poskytnúť relevantný náhľad do zadanej problematiky deflácie a hospodárskej politiky.

Problematika deflácie je charakteristická výrazne nejednotným postojom, ktorý voči tomuto javu zastávajú jednotlivé ekonomické školy. Diametrálne odlišné prístupy ku deflácii nájdeme nie len medzi predstaviteľmi jednotlivých ekonomických škôl, ale aj v rámci samostatných ekonomických smerov. Tretia kapitola tejto práce je venovaná literárnej rešerši a poskytne zrovnanie prístupov medzi ekonomickými školami hlavného prúdu a alternatívnym prúdom reprezentovaným rakúskou psychologickou školou. V rámci tohto alternatívneho ekonomického smeru sa budem snažiť v kapitole 3.2.1 priblížiť rozdiely v pohľade na defláciu medzi vybranými autormi. Veľmi významným identifikovaným rozdielom medzi hlavným prúdom a rakúskou školou pre potreby tejto práce je odlišné pojetie sémantiky deflácie a jej chápanie v podaní oboch smerov, na ktorý bude poukázané v kapitole 3.3. Vzhľadom na empirické prostredie charakteristické uvoľnenou menovou politikou, v ktorom sú sledované a identifikované jednotlivé typy deflačných tlakov si v rámci literárnej rešerše uvediem aj jednotlivé teoretické implikácie komparovaného hlavného a alternatívneho prúdu v rámci hospodárskej politiky.

Praktická časť je rozdelená do troch kapitol, v ktorých sú na základe identifikovaných teoretických poznatkov s využitím jednoduchých analytických nástrojov v empirickom prostredí identifikované sledované javy. V 4. kapitole je s využitím konceptu teórie hospodárskeho cyklu rakúskej ekonómie zanalyzovaný hospodársky cyklus Spojených štátov amerických. V 5. a 6. kapitole na príkladoch čínskej a japonskej ekonomiky sú za sledované obdobia hľadané a identifikované jednotlivé typy deflácie s určením ich príčinných faktorov.

2 Cieľ práce a metodika

2.1 Cieľ práce

Cieľom diplomovej práce je odlišenie a identifikácia jednotlivých typov deflácie v súčasných podmienkach, na cieľovanie inflácie zameraných menových politík s následným určením ich pôvodu, príčin a dôsledkov. Empiricky skúmaným obdobím bude obdobie posledných dekád vyznačujúcich sa umelou úverovou expanziou. Problematika deflácie a uvoľnenej menovej politiky sú vzhľadom na aktuálne ekonomické dianie veľmi horúcou a zaujímavou témou. V Eurozóne momentálne panujú obavy z dlhodobu klesajúcich úrovní cenovej hladiny a Európska centrálna banka (ECB) je pripravená dosiahnuť ideálnu mieru inflácie tesne pod úroveň 2 % a pristúpiť tak ku realizácii nákupu vládnych dlhopisov prostredníctvom tzv. kvantitatívneho uvoľňovania, aby tak dosiahla žiadanú úroveň inflácie.

Literárna rešerš sa zamiera nie len na definíciu inflácie a deflácie v pojatí ekonomických smerov hlavného prúdu v porovnaní s alternatívnym prístupom rakúskej psychologické školy, ale aj na kritickú diskusiu o vzťahu deflácie a hospodárskeho rastu a celkového konceptu investícií a hospodárskej politiky v pojatí F. A. Hayeka. Prístup F. A. Hayeka a alternatívy v podaní rakúskej ekonomickej školy bude komparovaný s názormi prístupov hlavného prúdu, ktoré boli využívané pri formulácii jednotlivých monetárnych politík. Cieľom literárneho prehľadu bude v prvom rade poskytnúť relevantný a objektívny pohľad na sledovanú problematiku a to prostredníctvom izolovaného prehľadu teoretických konceptov hlavného a alternatívneho prúdu s ich následným porovnaním. Z porovnania a identifikácie rozdielov týkajúcich sa jednotlivých teoretických prístupov by mal vzišť adekvátny podklad pre výber sledovaných makroekonomických ukazovateľov a sektorov ekonomiky v rámci analýzy vybraných svetových ekonomík v praktickej časti.

Cieľom praktickej časti je analýza deflačnej situácie a identifikácia existencie, typu a miery deflačných tlakov a samotnej deflácie vrátane kvantifikácie vo vhodných prípadoch. V prípade deflačnej analýzy japonskej ekonomiky 90tych rokov 20. storočia je cieľom identifikácia príčin ukončenia dlhodobého rastu japonskej ekonomiky, následnej stagnácie a neúčinnosti vládnych politík usilujúcich sa o obnovu rastu japonského hospodárstva. Analýza čínskej ekonomiky by mala poskytnúť vhodný pohľad na situáciu prebiehajúceho deflačného javu v prostredí rastúceho výstupu ekonomiky z prelomu 21. storočia. Práve s problematikou deflácie a hospodárskeho rastu sú spomínané príklady japonskej a čínskej situácie často spojované a v mnohých prácach, článkoch, či publikáciách je na tieto príklady odkazované. Preto boli tieto „typické“ príklady deflačných javov zvolené ako vhodné pre potreby našej analýzy. V praktickej časti sa budem ešte venovať analýze hospodárskeho cyklu Spojených štátov amerických. Na príklade americkej ekonomiky sa budem snažiť dôkladne priblížiť teoretický koncept rakúskeho hospodárskeho cyklu s cieľom identifikácie prepojenia konceptu monetárnej politiky, hospodárskeho rastu a cenovej hladiny. Keďže významnou súčasťou tohto teoretické-

ho konceptu sú zmeny relatívnych cien v podmienkach úverovej expanzie, tak sa javí ako vhodné využiť rakúsky prístup k hospodárskemu cyklu aj pri analýze deflačnej situácie japonskej a čínskej ekonomiky.

2.2 Metodika

Pozorovaným a sledovaným objektom tejto práce je primárne oblasť týkajúca sa deflácie. Po tom ako v histórii usporiadania celosvetového monetárneho systému nastal výrazný zlom a zlatý štandard, ktorý sa staral o relatívne stabilnú kúpnu silu peňazí ustúpil nadchádzajúcemu obdobiu nadvlády tzv. „fiat money“ by sa nám mohlo javiť, že deflácia ako taká už viac nebude „problémom“, ktorým by sa bolo potrebné zaoberať.

Obdobie pred nástupom papierových „fiat money“, ktoré už viac neboli kryté fyzickou komoditou, bolo charakteristické monetárnym systémom s relatívne stabilnou cenovou hladinou a s bežným výskytom cenovej deflácie. Po určitom čase fungovanie monetárneho systému s obiehajúcimi nekrytými peňažnými prostriedkami sa ukázala náchylnosť tohto systému na vytvorenie vhodného prostredia pre realizáciu inflačnej politiky. Avšak koncom 90tych rokov a následne aj na prelome storočia dochádza v niektorých krajinách ku výskytu deflácie ako aj „hrozbe“ zmeny cenového vývoja na deflačný.

Hlavná časť diplomovej práce ako celku je rozdelená na literárny prehľad a praktickú časť. Literárna rešerš podlieha logickej konštrukcii vzťahujúcej sa ku vlastnej práci. Na druhej strane musí teoretický prehľad poskytnúť relevantný podklad pre pozorované a skúmané javy v praktickej časti. V prvom rade bude potrebné poukázať na odlišnosti v sémantike deflácie a inflácie a podať dostačujúce zhodnotenie a zrovnanie prístupov k danej problematike v podaní ekonómie hlavného prúdu v porovnaní s alternatívnym pohľadom predstaviteľov rakúskej ekonómie a poukázať tak na hlavné rozdiely medzi zrovnávanými smermi. Keďže v rámci alternatívneho prístupu rakúskej školy nepanuje úplná názorová konzistentnosť a homogenita, tak bližšie rozoberieme aj odlišné pohľady jednotlivých predstaviteľov tohto smeru na definíciu, príčiny a dôsledky deflácie.

Keďže empirickým obdobím ako už bolo uvedené je obdobie vyznačujúce sa uvoľnenou menovou a umelou úverovou expanziou, tak v literárnom prehľade nemôžem zabudnúť na teoretický koncept tzv. Hayekovského trojuholníka a teóriu rakúskeho hospodárskeho cyklu. Stavebným kameňom tejto teórie je celkový koncept investícií, úspor a hospodárskeho rastu ku cenovej deflácií. Súčasťou teoretického pohľadu teda bude aj komparácia Hayekovho prístupu s názormi mainstreamových prístupov, ktoré boli využité pri formulácii súčasných monetárnych politík.

Vo vlastnej práci sa budem venovať analýze deflačnej situácie japonskej ekonomiky 90tych rokov 20. storočia, čínskej ekonomiky na prelome 21. storočia a dôkladnejšej analýze hospodárskeho cyklu americkej ekonomiky. Vo všetkých prípadoch budem využívať pri analýze vybraných sledovaných situácií nástroje popisnej štatistiky a deduktívne odvodzovanie záverov prostredníctvom logickej ana-

lýzy na konkrétnych prípadoch. V grafoch sú teda vyobrazené jednotlivé časové rady za sledované obdobia, ktorých priebeh a významné zlomy sú identifikované v textových popisoch. Sledované empirie budú slúžiť ako potvrdenie alebo prípadné vyvrátenie definovaných teoretických konceptov.

Na príklade japonskej ekonomiky bude možné bližšie identifikovať jednotlivé príčinné faktory deflačného obdobia a s využitím teoretického konceptu ABCT zase poukázať na neúčinnosť vládnej politiky usilujúcej sa o narušenie tržného ozdravného procesu, ktorého sprievodným javom je práve deflácia. Významným prvkom konceptu ABCT sú relatívne ceny. V jednotlivých fázach hospodárskeho cyklu sa ceny rôznych komodít správajú odlišne v závislosti na medzičasovej substitúcii a vzdialenosti od konečnej spotreby. Ak chceme pojednávať o cenovej deflácii je potrebné brať na vedomie práve aj relatívne ceny s ich zmenami a dopadom na ekonomiku. V rámci analýzy s pomocou konceptu ABCT sa budem venovať bližšie hospodárskemu cyklu Spojených štátov amerických, ktoré zažili výraznú boom a bust fázu hospodárskeho resp. monetárneho cyklu. Ďalej si podrobím v analýze čínsku ekonomiku, ktorá taktiež bola svedkom výrazného boomu a následného boostu, avšak zažívala aj pokles cenovej hladiny na ponukovej strane s rozširujúcou sa ponukou, technologickým pokrokom a výraznou liberalizáciou trhu.

3 Prehľad teoretických prístupov

Tak ako som uviedol v nadefinovaných cieľoch tejto práce aj metodologickom postupe, tak teoretická časť sa bude skladať z výkladu prístupu hlavného prúdu, alternatívneho pohľadu rakúskej ekonomickej školy a ich následnej vzájomnej komparácii. V tomto prípade budú ako ekonomické školy hlavného prúdu chápané keynesiánska (keynesovstvo, neokeynesovstvo, postkeynesovstvo, nové keynesovstvo) a neokonzervatívna ekonómia (monetarizmus, teória racionálnych očakávaní). Objektom teoretického podkladu resp. predmetom názorových postojov jednotlivých ekonomických škôl bude sémantika inflácie, deflácie a hospodárskej politiky.

3.1 Prístup hlavného prúdu

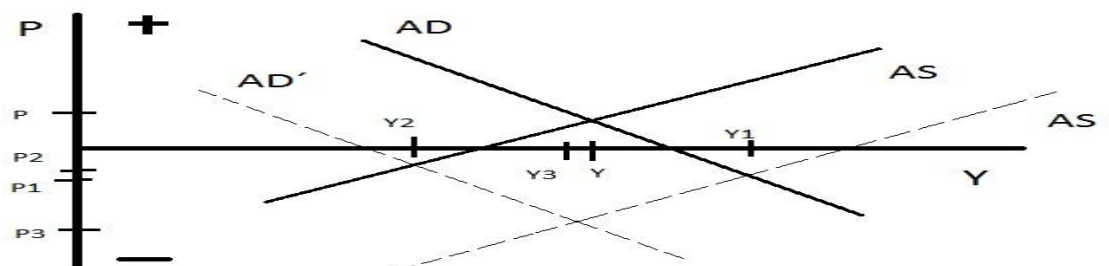
Predstavitelia hlavného prúdu považujú v súčasnosti za defláciu a infláciu pohyb cenovej hladiny (meraný pomocou indikátorov cenových hladín, napr. CPI). Ako názorný príklad pre toto súčasné väčšinové („mainstreamové“) pojmie inflácie a deflácie vnímané ako pokles resp. rast agregovanej cenovej hladiny meranej pomocou cenového indexu určitého koša tovarov a služieb uvedieme definíciu zo štúdie Medzinárodného menového fondu (Rogoff 2003) alebo podobné pojmie Willema H. Buitera (2003).

V štúdiu MMF nájdeme defláciu definovanú ako spomínaný trvalý pokles agregovaných cien meraných s pomocou indexu spotrebiteľských cien alebo deflátoru HDP. Ďalej je v tejto práci uvedená neškodnosť poklesu agregátnych cien v jednom alebo dvoch štvrtrokoch, avšak i mierna deflácia s dlhotrvajúcim charakterom je hrozbou v podobe zvýšenej ekonomickej neistoty, či neefektívnosti v rámci alokácie zdrojov. Druhý vyššie spomínaný autor s podobným prístupom definuje defláciu ako „trvalý pokles všeobecnej cenovej hladiny tovarov a služieb“, tj. trvalo negatívna miera inflácie.

V nasledujúcej časti poukážem s pomocou modelu AS-AD, ktorý je základným nástrojom teoretikov hlavného prúdu, na jednotlivé typy cenovej deflácie nastávajúcich za daných modelových podmienok.

3.1.1 Deflácia v AS-AD modeli a jej jednotlivé typy

Základným nástrojom na zobrazenie deflácie v ekonómii hlavného prúdu je model agregovanej ponuky a agregovaného dopytu AS-AD.



Obr. 1 AS – AD model a jednotlivé deflačné situácie

Predpokladom skúmanej ekonomiky v danom modeli je realizovaný výstup na úrovni potenciálneho produktu Y^* pri danej úrovni všeobecnej cenovej hladiny P . Prvou možnosťou cenovej deflácie v danom modeli je predpokladaný pozitívny ponukový šok. Predstavme si teda najskôr situáciu, kedy je ekonomika vystavená pozitívnemu ekonomickému šoku a dôjde teda ku posunu krivky agregátnej ponuky AS do novej polohy AS' . Takýto jav v ekonomike bude nasledovne sprevádzaný zvýšením produktu na úroveň Y_1 a zároveň aj poklesom cenovej hladiny na úroveň P_1 . Uviest' môžeme aj niektoré príčiny takéhoto pozitívneho ponukového šoku. Nadbytočné výrobné kapacity, zvýšená produktivita práce vplyvom technologických inovácií, zmeny v daňovom systéme ako napr. zníženie daní z príjmu, prudký pokles cien kľúčových komodít (príkladom môže byť momentálne situácia na trhu s ropou), apreciacia menového kurzu podnecujúca nárast objemu dovozu, liberalizácia v oblasti obchodu, trhu práce alebo finančného trhu a nakoniec zlepšené vyhladky dlhodobej ekonomickej a politickej stability.

Druhou možnosťou a situáciou vzniku cenovej deflácie je negatívny dopytový šok. Takýto ekonomický jav povedie ku poklesu krivky agregátneho dopytu AD do pozície AD' pri nižšej úrovni reálneho výstupu Y_2 a nižšej úrovni cenovej hladiny P_2 . Opäť si môžeme uviest' niektoré príčinné faktory spôsobujúce výskyt takéhoto negatívneho dopytového šoku. Prudký pokles cien aktív (akcie, nehnuteľnosti), , zvýšenie nezamestnanosti v dôsledku nepružnosti miezd, recesia a deflačný vývoj v krajinách hlavných obchodných partnerov, nadmerná reštriktívna politika (zníženie fiškálnych výdajov, zvýšenie daní), výrazné oslabenie menového kurzu v prípade ekonomík vysoko závislých na importe.

Poslednou možnosťou cenovej deflácie, ktorá je aj graficky vyobrazená je kombinácia dvoch predošlých situácií pozitívneho ponukového šoku a negatívneho dopytového šoku. V takomto prípade teda dochádza ku posunu krivky resp. rastu agregátnej ponuky AS do AS' a zároveň aj ku poklesu agregátneho dopytu resp. posunu krivky AD do AD' . V tejto poslednej modelovej situácii však klesá cenová hladina o mnoho hlbšie ako než v predchádzajúcich dvoch prípadoch až na úroveň P_3 . Veľkosť realizovaného výstupu je určená na úrovni produktu Y_3 , pričom vplyv na konečnú úroveň veľkosti produktu pri kombinácii pozitívneho ponukového šoku a negatívneho dopytového šoku je značne závislý na sile každého z daných šokov.

Z takéto triviálneho modelového popisu deflačných situácií možno jednoducho implikovať kategorizáciu deflácie na tzv. „zdravú“ a „nezdravú“. Čo sa týka „zdravej“ deflácie, tak pozitívny ponukový šok tlačí pri nízkej miere inflácie tlačí cenovú hladinu smerom dole tak, že dôjde ku deflačnému vývoju, ktorý je sprevádzaný rastom produktu, vyššími ziskami, rastom produktivity práce spoločne s reálnymi mzdovými sadzbami a značne stabilnejším a efektívnym výkonom finančného sektoru.

„Nezdravá“ deflácia je takomto modelovom zobrazení nasledovne spojovaná s nedostatočným agregátnym dopytom v časoch hospodárskej recesie, ktorá pri sa pri počiatočnom nízkom inflačnom prostredí podobne ako v predchádzajúcom prípade prejaví prechodom na oblasť deflačného vývoja. V prípade, že na začiatku hospodárskeho cyklu by bola úroveň cenovej hladiny vysoká, tak sa môže hospodárska recesia ďalej prejavíť iba vo forme deflácie.

3.1.2 Inflácia, deflácia a hospodárska politika

V tejto časti priblížim prehľad pohľadov vybraných ekonomických škôl hlavného prúdu na vzťah cenovej hladiny, ekonomického rastu a hospodárskej politiky.

Keynes sa v Traktáte o menovej reforme (1923) zaoberal inflačnými ako aj deflačnými dôsledkami, pričom oba javy považoval za nepriaznivé. Podľa neho vedú k prerozdeleniu bohatstva medzi rôznymi vrstvami spoločnosti. Uprednostňoval stabilitu cien, avšak v prípade nevyhnutnosti preferoval infláciu z dôvodu pozitívneho podnetu rastúcich cien smerom ku investičnej aktivite. Problémom deflácie je podľa neho presun bohatstva od ekonomicky aktívneho obyvateľstva smerom k neaktívnemu. Využitie monetárnej politiky resp. jej konvenčných nástrojov keynesiáni neodporúčajú počas krízy. Príčinou je neúčinnosť zníženia úrokovej sadzby na zvýšenú investičnú aktivitu počas obdobia hospodárskej kontrakcie. Ten jav je známy ako tzv. pasca na likviditu.

Keynesiáni (Keynes 1936) vidia príčinu opakujúcich sa hospodárskych cyklov v nedostatočnom agregátnom dopyte, ktorý zaostáva za produktom. Za hlavný faktor sú považované výkyvy investičnej aktivity. Keynes to vysvetľuje automatickým neprispôbením (znížením) úrokovej miery pri poklese dopytu podnikateľov po úsporách v dôsledku pesimistických očakávaní ekonomického vývoja. Neistota a pesimistické očakávania teda zohrávajú hlavnú rolu a preto tento problém je potrebné riešiť vládnyimi stimulmi. Ďalším predpokladom, z ktorého Keynesova teória hospodárskeho cyklu vychádza, je nepružnosť cenovej hladiny. Ak dôjde v ekonomike k poklesu investičnej aktivity, spôsobí to jednak zníženie dôchodku a následne aj zníženie agregátneho dopytu. Keďže pokles agregátneho dopytu nie je kompenzovaný pružným poklesom cenovej hladiny, výsledkom bude pokles reálneho agregátneho výstupu.

Irving Fisher, predstaviteľ americkej vetvy cambridgskej školy, je veľmi dôležitou postavou v nahliadaní na monetárnu politiku a cenovú hladinu. Fisher (1927) bol jedným z prvých, kto nadefinoval a počítal cenové indexy a odporúčal politiku stabilizácie cenovej hladiny s cieľom stabilizovať cenový index (to samozrejme súvisí s jeho premenou klasickej definície kvantitatívnej teórie na mecha-

nizmus udržiavajúci hodnotu peňazí). Fisher (1933) považuje za hlavný problém vzniknutej nerovnováhy medzi jednotlivými ekonomickými premennými a príčinou hospodárskych kríz nadmerné zadlženie, ktorého sprievodným javom je deflácia. Domnieval sa, že nadmerné zadlženie voči ostatným veličinám a likvidácia tohto dlhu uvedie do pohybu rôzne šoky, ktoré spôsobia pokles zásoby peňazí a následne aj cien tovarov. Fisher, okrem iného, uvádza 9 stupňov vedúcich k deflácii a kríze, ktoré sú spôsobené nadmerným zadlžením. Problémom prílišného zadlženia v podaní Fishera je v podstate nedostatočný teoretický rámec, keďže daný jav vychádza len z empirického zistenia¹.

Problém v deflácii ako úverovej kontrakcii je chápaný monetaristami ako príčina recesií a pretrvávajúcich hospodárskych kríz. Podľa Friedmana za krízu z roku 1929 a depresiu ako jej dlhotrvajúci následok mohlo nedostatočné pumpovanie Fedu peňazí do obehu pri jeho poklese. Sprievodným javom vysokého hospodárskeho rastu by mala byť podľa Friedmana (1962) stabilná cenová hladina, ktorá by mala byť udržiavaná politikou stabilného pravidla - *monetaristické pravidlo*. To hovorí o stabilnom raste peňažnej zásoby², ktorá by mala byť v zhode s rastom reálneho produktu.

V teórii reálneho hospodárskeho cyklu, ktorá vyšla z novej klasickej makroekonómie môžeme v krátkom období vidieť určitú spojitosť s rastovou defláciou. Príčinou hospodárskych cyklov podľa tohto teoretického konceptu sú napr. rôzne technologické zmeny, zmeny vstupov (energie, materiál, a pod.) na strane ponuky. Reálne hospodárske cykly nevysvetľujú kolísanie reálneho produktu okolo potenciálu, ale kolísanie priamo potenciálneho produktu. Jednotlivé prechodné výkyvy sú prenášané do nasledujúcich období pomocou tzv. medzičasovej substitúcie práce. Pri pozitívnom technologickom šoku dôjde ku nárastu produktivity práce a zvýšenému dopytu po investíciách s následným zvýšením reálnej úrokovej miery. U domácností preváži substitučný efekt nad dôchodkovým (zvýšená produktivita zvýšila dopyt po práci a s tým aj reálne mzdy), ktoré tak budú preferovať prácu pred voľným časom a aj sporenie pred spotrebou. S rastúcou ponukou úspor klesne reálna úroková miera a podporí tak investičnú aktivitu. Ekonomika sa nachádza vo fáze expanzie pri raste investícií a zamestnanosti. Práve pri náraste potenciálneho produktu dôjde ku dočasnému zníženiu cenovej hladiny. Následne so zvýšeným dopytom sa zvýši aj cenová hladina, ale tá sa nedostane nad úroveň z pred ponukového šoku (Kyndland, Prescott, 1982, *Time to Build an aggregate fluctuations*).

Teória reálneho hospodárskeho cyklu však predpokladá neutralitu peňazí v dlhom aj krátkom období a na základe konceptu racionálnych očakávaní sa pokúša vysvetliť jednotlivé hospodárske cykly aj s absenciou monetárneho systému. K odklonu od konceptu neutrality peňazí sa okrem rakúskej školy radí aj tzv.

¹ Mises a Rothbard argumentujú, že v tomto teoretickom koncepte absentuje spojenie nevyvráteného axiómu a pozorovaných dát, aby mohla byť teória považovaná za relevantnú.

² Tu sa teda úplne jasne rozchádzajú monetaristi s rakúšanmi, pre ktorých je rásť peňažnej zásoby primárnym spúšťačom skutočných hospodárskych výkyvov.

nová keynesovská ekonómia (NKE). Spojovacími článkami tohto značne heterogénneho smeru je analýza nedokonalkej konkurencie, nepružných cien a koordinačných zlyhaní a reálnych strnulostí ako uvádzajú Mankiw a Romer (1991). Ďalej uvádzajú, že v rámci tohto smeru je uvedená kladná odpoveď na otázku fluktuácie nominálnych premenných (prevažne peňažná zásoba) a ich dopadu na reálne veličiny (výstup a nezamestnanosť). Akerlof a Yellenová („A near-rational model of the business cycle, with wage and price inertia“) považujú kváziracionálne chovanie firiem a pomalé prispôsobovanie cien a miezd vstupom pre ne-neutralitu peňazí v krátkom období. Významným príspevkom vo vysvetlení nominálnych strnulostí cien sú Mankinowe (1985) „náklady jedálničku“. Autor tohto teoretického konceptu zdôvodňuje makroekonomické fluktuácie na trhu výrobkov a služieb prostredníctvom pomalých cenových prispôbolení. Nič menej ako aj sám autor neskôr dodáva „menu costs“ nie sú schopné plne vysvetliť makroekonomické fluktuácie.

Pri výčte jednotlivých teórií hospodárskych cyklov³, ktoré možno označiť za teórie hlavného prúdu bude vhodné pridať ešte jednu, ktorá stojí v pozadí ako alternatíva k tým existujúcim spolu s ABCT. Je to prístup Hymana Minskeho a jeho vysvetlenie finančnej nestability a ekonomického cyklu. William White (2009) napísal veľmi zaujímavý článok s názvom „Modern Macroeconomics is on the Wrong Track“, kde poukazuje na širokou verejnosťou nerefektované prístupy rakúskej ekonómie a Hymana Minského ako aj behaviorálnej ekonómie.

Minsky (1986) vidí problém v hlbokoj nestabilite kapitalistickej tržnej štruktúry i keď ju aj tak považuje za najlepšie možné usporiadanie. Hlavnou príčinou tejto nestability sú investície, spôsob ich financovania inštitucionálne prostredie, v ktorom dané procesy prebiehajú. K tomu je treba ešte doplniť psychologické prvky jednotlivcov, ktorými sú chamtivosť a strach ako pudy poháňajúce jednanie človeka vedúce ku opakujúcim sa špekulatívnym bublinám cien aktív. Minsky rozlišuje tri typy financovania aktív v závislosti na príjmoch a dlhoch ekonomických subjektov. Sú to opatrnostné, špekulatívne a ultrašpekulatívne typy financovania. Stabilita ekonomického systému je podľa neho závislá na spôsobe financovania investícií a aktív v ekonomike. Primárnym je podiel špekulatívneho a ultrašpekulatívneho typu.

Spojovacím článkom medzi teóriou ABCT a Minskeho prístupom je základný mechanizmus šírenia hospodárskeho cyklu, ktorým je úverová expanzia. Špekulatívne a ultrašpekulatívne financovanie je najviac umožnené práve dlhodobou úverovou expanziou. Na druhej strane zásadným rozdielom je identifikácia príčin cyklov a navrhnuté opatrenia na šírenie krízy. V prípade Minskeho leží príčina nestability v charakteru kapitalistickej tržnej štruktúry, pričom Rakúšania vidia problém v umelej úverovej expanzii.

Hayekov trojuholník (koncept, ktorý si bližšie popíšeme v časti alternatívneho prístupu), tak ako ho preformuloval Garrison (1986) je dynamickým pojatím monetárnej teórie, ktorá vysvetľuje vznik hospodárskych cyklov v čase s pomocou

3 NKE, nová klasická ekonómia, monetárna a keynesiánska teória hospodárskeho cyklu.

aktívnej menovej politiky a heterogénnej kapitálovej štruktúry (Garrison 2000). Ďalšou veľmi významnou perspektívou dynamickej monetárnej teórie je koncept známy ako Phillipsova krivka. Preto bude dôležité v nasledujúcom priebehu sa oboznámiť v krátkosti s vývojom tohto konceptu, porovnať ho a zvážiť jeho prípadného využitia v našej práci.

3.1.3 Phillipsova krivka a jej teoretické implikácie v rámci ekonómie hlavného prúdu

Prvý, kto prišiel so snahou o empirickú verifikáciu hypotézy o vzťahu medzi nezamestnanosťou a mzdovou infláciou bol A. W. Phillips (1958). Zasluhou neokeynesiánov P. A. Samuelsona a R. M. Solowa (1960), ktorí vytvorili Phillipsovu krivku pre USA začala byť táto krivka chápaná ako kauzalita medzi mierou nezamestnanosti a cenovou infláciou. Krivka v tejto podobe má negatívny sklon a bola podkladom pre kompromisnú hospodársku politiku zámery inflácie a nezamestnanosti. Takže nízka miera nezamestnanosti mohla byť uskutočnená pri akceptácii vyššej cenovej hladiny a naopak. Z toho vyplýva aspoň v krátkom období ne-neutralita peňazí a možnosť ovplyvnenia reálnych veličín (zamestnanosť) prostredníctvom monetárnej politiky.

Ďalšou alternatívnou implikáciou phillipsovej krivky je vertikálna poloha krivky v dlhom období z pohľadu monetaristov. Keďže pôvodná Phillipsova krivka sa v 70 rokoch dostávala postupne do rozporu s realitou, tak získavala čoraz viac na presvedčivosti jej novej interpretácia v podaní M. Friedmana a E. Phelps (1967).

Reinterpretácia Phillipsovej krivky je založená na prirodzenej miere nezamestnanosti a na inflačných očakávaniach. Pôvodná krivka je chápaná ako krátkodobá a Friedman krátkodobú účinnosť kompromisnej politiky inflácie a zamestnanosti prisudzuje peňažnej ilúzii, resp. krátkodobému pomýleniu agentov, ktorí nedokážu odlíšiť nominálne a reálne mzdy. V dlhom období, kedy agenti dokážu prostredníctvom adaptívnych očakávaní prispôbiť svoje jednanie aktuálnej cenovej hladine a nezamestnanosť sa vráti na svoju prirodzenú úroveň pri vyššej cenovej hladine. Z toho jasne vyplýva, že z dlhodobého hľadiska môže byť takouto politikou nízka miera nezamestnanosti udržiavaná len pri neustále sa zvyšujúcej inflácii (koncept označovaný ako akceleračná inflácia).

Ďalším príspevkom ku tvaru Phillipsovej krivky je vertikálna poloha krivka aj v krátkom aj dlhom období ustálená na úrovni prirodzenej miere nezamestnanosti. Predpokladom pre tento tvar krivky sú racionálne očakávania a neutralita peňazí v krátkom a dlhom období. Tento teoretické podklad vychádza zo školy novej klasickej makroekonómie reprezentovanej Robertom Lucasom a ďalšími. Za predpokladu racionálnych očakávaní agenti dokážu do svojich jednaní zapojiť aj poznatok týkajúci sa súčasnej zvýšenej cenovej hladiny a pri uvedomení si nezmenenej reálne mzdy nedôjde ku zmene prirodzenej miery nezamestnanosti. To však platí iba pri anticipovaných resp. očakávaných zmenách. V prípade neočakávaných zmien môže byť krivka (býva označovaná ako javová) opäť klesajúca, dokým nedô-

jde ku uvedomeniu si novej situácie a jej racionálnej adaptácii⁴ (Lucas, Sargent 1978).

V rámci debaty o phillipsovej krivky je vhodné pridať dynamický model (empiricky testovaný), ktorý vysvetľuje pomalé prispôsobovanie cien (resp. frekvenciu ich prispôsobovania) pod vplyvom zmeny agregátneho dopytu. Obnovujú myšlienku substitučného vzťahu medzi infláciou a nezamestnanosťou v krátkom období, pričom determinujúcim faktorom je veľkosť inflácie. Nízka miera inflácie vedie ku pomalému prispôsobovaniu cien a tým pádom veľkým zmenám vo výstupe, na druhej strane vyššia miera inflácie má menší vplyv na výstup. Súčasťou tohto dynamického modelu je vysvetlenie, že nominálne rigidity sú vysvetlením suboptimálneho chovania firiem. Úroveň inflácie má teda dopad na ekonomické subjekty v podobe prispôsobovania cien. Z daných záverov potom následne plynú odporúčenia pre tvorcov hospodárskej politiky (aktivistické hospodárske politiky by mali zvažovať úroveň miery inflácie). Aj pri dynamickom skúmaní z dlhodobého hľadiska bolo podľa empirie jasné, že krajiny, ktoré zažili nárast inflácie v čase zažili aj väčšiu citlivosť cien na zmeny v agregátnom dopyte (Ball, Mankiw, Romer 1988).

Vyššie boli stručne predstavené jednotlivé teoretické prístupy vzťahu medzi infláciou a nezamestnanosťou, resp. alternatívne pohľady na dynamiku monetárnej teórie ku hayekovmu trojuholníku.

3.2 Alternatívne prístupy

Predstavitelia rakúskej ekonomickej školy sa v problematike sémantiky opierajú o klasickú definíciu⁵ deflácie a inflácie. Tá pojednáva o tzv. peňažnej deflácii a inflácii. Jedná sa teda o zvýšenie alebo zníženie množstva peňazí v obehu. Takže sú to zmeny peňažnej zásoby, čo považujú predstavitelia tohto ekonomického smeru za skutočnú infláciu alebo defláciu. Ako uvádza L. von Mises (1953, *Human Action*): "Čo majú mnohí ľudia dnes na mysli pod pojmom inflácia a deflácia už neexistuje, zvýšenie, či zníženie ponuky peňazí, ale ich neúprosné dôsledky: všeobecná tendencia ku zvýšeniu, či zníženiu cien komodít a mzdových sadzieb."

V časti venovanej teoretickému prístupu z pohľadu rakúskej ekonómie začneme tak ako v časti teoretického konceptu hlavného prúdu jednotlivými identifikovanými pohľadmi na defláciu a následne sa pozriem na problematiku cenovej hladiny a hospodárskej politiky.

4 Na tomto mieste je možné vhodné pripomenúť pokus a spojenie teoretického konceptu racionálnych očakávaní, rigidity mzdových sadzieb a využitie aktivistickej monetárnej politiky v podaní predstaviteľov novej keynesovskej ekonómie Taylora a Fishera s ich modelovým využitím konceptu prekryvania mzdových kontraktov (Blanchard 1987).

5 Táto definícia vychádza z rozporu medzi britskou Currency School, ktorá obhajovala pevnú menu a Banking school, ktorá bola obhajcom inflačnej politiky. (Rothbard 1995, *Classica Economics*).

Ako však bude možné vidieť, tak v nasledujúcej časti uvediem prehľad nie úplne konzistentných a názorových pohľadov na problematiku deflácia v podaní jednotlivých predstaviteľov rakúskej ekonomickej školy.

3.2.1 Deflácia v pojatí školy rakúskej ekonomie

Rakúski ekonómovia ako predstavitelia alternatívy voči hlavnému prúdu ekonomie sú známi svojimi „laissez-faire“ vyvodenými závermi v oblasti hospodárskej politiky, ale primárne aj ako obhajcovia slobodného bankovníctva a odporcovia frakčného systému s centrálnou bankou. Možno práve pre vehementnosť obhajoby vládnych intervencií sa môže názorová heterogenita v pohľade na defláciu, či už peňažnú, alebo cenovú javiť ako značne mäťúca. V prípade Hayeka sa dokonca jeho názory spojené s problematikou deflácie vyvíjali a menili počas jeho života. Cieľom tejto kapitoly je na jednej strane poukázať na spomínanú názorovú heterogenitu. Na druhej strane je to snaha o priblíženie rôznych pohľadov vybraných autorov na sledovanú problematiku. Prehľad bude pojatý formou výkladu postojov jednotlivých autorov postupne podľa časovej osi až sa nakoniec dostanem ku identifikácii typov deflácie podľa Salerna, ktorá bude využitá v analytickej časti tejto práce.

Začnem s Ludwigom von Misesom, ktorý nedefinoval defláciu ako všeobecný pokles cenovej hladiny, ale chápal ju ako úbytok množstva peňazí v rovnakej miere nekompensovaný zníženým dopytom po peňažných zostatkoch. Mises (1953) poukazuje na rôzne situácie deflačného javu v prípade „zneškodnených peňazí odobratých z úverového trhu“. Do úvahy pripadajú tri možné scenáre. Prvým je vládne vydávanie nových peňazí do obehu s ich následným „zničením“, ďalším je zvyšovanie bankových rezerv prostredníctvom úverovej kontrakcie a posledným sú bankroty bánk počas krízy a z toho plynúce zničenie fiduciárnych prostriedkov vydaných týmito bankami. Symptómom všetkých vyššie uvedených javov je tendencia ku zvýšeniu hrubej tržnej úrokovej miery a likvidácie projektov, ktoré sa po ukončení úverovej expanzie stali opäť neziskovými. V konečnom dôsledku je potrebné zhrnúť, že Mises nevidel až tak pozitívne dopady deflácie a preto aj navrhuje svoju monetárnu reformu bez deflácie (Mises 1981).

Pokračovať budem s Hayekom, kde sa stretávam s výraznými názorovými zmenami jeho videnia deflácie počas jeho kariéry. Hayek definoval defláciu ako určitý pokles množstva peňazí (Hayek 1979). V knihe „Price and Production“ z roku 1931 sa vyjadruje, že peňažná ponuka by mala byť nemenná, tak aby bola neutrálna voči tržnej cenotvorbe. Pridáva však dve možné výnimky s ospravedlnením pre boj voči defláci. V prípade zvýšeného objemu platieb a delby práce považuje za oprávnené navýšenie množstva peňazí⁶, ak sa tieto peniaze dostanú na miesta, kde boli tieto navýšenia zaevidované. V takomto prípade by nemalo dôjsť ku narušeniu štruktúry produkcie (Hayek 1967).

V počiatkoch jeho kariéry považoval za nutné zamedzenie využívania inflačnej monetárnej politiky na boj s depresiou (Hayek 1967). Takže, ak sa počas

⁶ Otázna však je prečo by defláci malo byť zamedzené a inflácia v prospech niektorých tržných účastníkov by mala byť ospravedlniteľná.

depresie objaví deflácia, nemalo by dochádzať k pokusom o jej odstránenie. Takže už na tomto mieste môžeme vidieť kontroverziu s verziou nemennej peňažnej ponuky. Ešte v 30tych rokoch taktiež považoval defláciu za pravdepodobný dôsledok depresie a tá by nemala byť „liečená“ ďalšou infláciou, ale počas krízy musí dôjsť k už viac krát spomínanému procesu spätného prispôsobovania sa štruktúry produkcie smerom ku spotrebiteľským preferenciám. Ďalšia úverová expanzia, tak nie len, že vôbec nepredstavuje liečbu vzniknutých symptómov, ale aj predlžuje nevyhnutné prispôsobovacie procesy. Koncom 40tych rokov F. A. Hayek ešte stále neobhajuje monetárnu expanziu ako racionálnu voľbu politiky, avšak sa domnieva, že spotrebiteľský dopyt počas depresie môže výrazne poklesnúť a podpora dopytu pomocou verejných výdajov by mohla byť prijateľná.

Hayek navyše dopĺňa, že deflácia môže „narúšať“ podnikateľskú činnosť a obchodovanie. Implicitne uvádza, že je možnosť výskytu deflácie, ktorá nie je lokálneho charakteru a nevyhnutelná a preto je dôležité jej predísť (Hayek 1971).

Veľmi zaujímavým zmiením po získaní Nobelovej ceny v roku 1975 bolo Hayekovo videnie problému v tzv. „sekundárnej depresii“, kedy vzniknutá nezamestnanosť podnecuje nižší agregátny dopyt a ten ďalej indikuje ďalší pokles zamestnanosti. Takáto sekundárna depresia spôsobená defláciou by mala byť odstránená s pomocou adekvátnych monetárnych protopatrení. Hayek dokonca popieral ozdravné účinky deflácie počas depresie a považoval ju iba za nástroj odstránenia mzdových strnulostí, na ktoré už nie je možné využiť infláciu. Evidentne z tohto tvrdenia cítiť rozpor s predchádzajúcim tvrdením o využití inflačných protopatrení na vyhnutie sa potenciálnej sekundárnej depresii. Odporúčenie verejných prác s nízkymi mzdovými sadzbami by mali byť nástrojom na boj s nezamestnanosťou potlačením mylného nasmerovania práce, ktoré bolo vyústením monetárnej expanzie (Hayek 1985). Čo sa týka otázky verejných prác, tak Hayek bol v tomto smere inšpiráciou pre Huerta de Sota.

Ďalej nasleduje Sennholz, ktorého počiatočné myšlienkové pochody týkajúce sa deflácie boli úzko spojené s jeho učiteľom Misesom, ktorý bol pre neho veľkou inšpiráciou. Vzhľadom k predchádzajúcim odsekom, ktoré sa týkali práve Misesa by sme si mohli jednoducho odvodiť jeho relatívne odmietavý postoj ku deflačnej politike. Spočiatku bol teda podobne ako Mises „deflácie panický“ a až neskôr sa pridal na stranu jej obhajoby. Taktiež sa prikláňa a stavia za Misesov monetárny plán predchádzajúci defláci (Sennholz 1955). Neskôr (Sennholz 1987) však na príklade Veľkej Depresie z prelomu 30tych rokov poukazuje na nevyhnutnosť deflácie ako dôsledok predchádzajúceho boomu. O defláci sa vyjadruje ako o nevyhnutnom jave v procese spätného prispôsobovania a nápravy trhu počas obdobia depresie. V rámci svojho vlastného reformného monetárneho plánu navrhuje odstránenie štátneho monopolu na tlačenie peňazí, centrálnemu bankovníctvu ako aj zákonného platidla. Okrem výhody z ozdravného procese deflácie napravujúcej tržné škody spôsobené predchádzajúcou infláciou, vidí ďalšie pozitívum aj v redukcii vládnych výdajov, ktoré by s prijatím uvedených reforiem stratili možnosť financovania sa prostredníctvom inflačnej politiky. Implicitne uvedené mone-

tárne reformy by mohli viesť ku veľmi prudkej deflácii, avšak Sennholz o deflácii v tomto kontexte explicitne vôbec nehovorí.

Rothbardom sa snažil vo svojom postoji ku deflácii vyvrátiť predpoklady o klesajúcich cenách, ktoré oslabujú biznis, indukujú zvýšenie reálneho dlhu vedúceho ku narušeniu produkcie a úverovej kontrakcie zhoršujúcej priebeh depresie. Rothbard vyvracia fakt, že klesajúce ceny by mohli mať výrazne oslabujúci efekt na podnikanie. Nie všeobecný vývoj cien, ale rozdiel medzi predajnými cenami a nákladmi sú pre každého jedného podnikateľa dôležitým indikátorom úspechu a faktorom výstupu podnikateľskej činnosti. Ak si predstavíme teda, že mzdy budú klesať rýchlejšie ako predajné ceny, tak takáto situácia môže viesť ku stimulácii obchodnej aktivity a koniec koncov aj ku zvýšenej zamestnanosti (Rothbard 2000). Taktiež sa vyjadruje ku otázke očakávaného poklesu cenovej hladiny. Podľa jeho názoru podnikatelia jednoducho prispôbia ceny výrobných faktorov úrovni očakávanej zmeny cenovej hladiny (1993). Takéto čiastočné očakávania by mali urýchliť proces prispôsobenia sa kúpnej sily peňazí zmeneným podmienkam. Pridáva, že ani v prípade neočakávaného cenového poklesu nedôjde ku zmene miery reálnej ziskovosti z dôvodu rastu kúpnej sily výnosov.

Ďalej Rothbard (2000) proti argumentuje, že zníženie cenovej hladiny mohlo byť príčinou bankrotov vychádzajúcich zo zvýšeného reálneho dlhu. Dôvodom je pozícia veriteľov firmy, ktorí sú v podstate len odlišným typom vlastníka spoločnosti. Veritelia ušetria finančné prostriedky a investujú ich späť do firmy podobne ako vlastníci. A preto žiadna cenová zmena nenaruší ani nepomôže podnikaniu v tomto smere, pretože veritelia a dlžníci si medzi sebou tieto „zisky“ a „straty“ v rozdielnych proporciách rozdelia.

Rothbard (2000) považuje úverovú kontrakciu počas obdobia ekonomického poklesu (depresie) za ozdravný proces s významne pozitívnymi účinkami na urýchlenie prispôbovacieho procesu a nie za faktor zhoršujúci krízové obdobia. Úverová kontrakcia pôsobí v opačnom smere v porovnaní s expanziou, takže znižuje peňažnú ponuku dostupnú pre sféry podnikanie primárne vo vzdialenejších fázach výrobného procesu. Pokles dopytu po týchto výrobných faktoroch, nižšie ceny a príjmy z nich plynúce sú príčinou presunu zdrojov do výrobných fáz nachádzajúcich sa bližšie ku spotrebe. Proporcie výrobných štruktúry sa tak vrátia späť ku stavu odpovedajúcemu prirodzeným tržným podmienkam o veľa skôr ako v prípade bez úverovej kontrakcie. Výhodu taktiež vidí v znížení časovej preferencie (likvidácia mnohých investičných projektov, ktoré nemohli byť udržateľné pre nedostatok reálnych úspor), vedúcej ku zvýšeným úsporám, ktoré taktiež môžu napomôcť urýchleniu ozdravného procesu po úverovej expanzii. Všetky vyššie uvedené situácie cenovej a peňažnej deflácie sú priaznivými javmi tržného mechanizmu na rozdiel od tzv. „konfiškačnej“ deflácie, ktorá je nútenou peňažnou kontrakciou vychádzajúcou z rozhodnutia vyššej autority (vlády).

Napriek Rothbardom neodmietajúcemu postojovi voči deflácii ako takej v porovnaní s ostatnými „Rakúšanmi“, nemôžeme povedať, že by videl v deflácii proti liek na predchádzajúcu úverovú expanziu. Vláda by sa mala radšej snažiť

úplne vyvarovať inflačnej politike prostredníctvom úverovej expanzie (Rothbard 2000).

V Rothbardových názorových pochodoch ohľadom monetárnej reformy chýba konkrétna implikácia deflácie spolu s jej pozitívnymi dôsledkami. Aspoň pri najmenšom sa v roku 1962 zmienil o potenciálnej úlohe deflácie v monetárnej reforme. Rothbard (1991) videl dve alternatívne, protichodné cesty smerujúce ku 100% zlatému štandardu. Na jednej strane by to mohlo byť zníženie ponuky dolárov vzhľadom ku súčasnej hodnote zásoby zlata alebo v opačnom prípade zvýšenie ceny zlata na takú úroveň, pri ktorej by úplná zásoba „zlatých dolárov“ 100 % odpovedala totálnej ponuke dolárov v obehu. Neskôr v roku 1983 v diele *Mystery of banking* sa už odvracia od plánu monetárnej reformy zahrňujúcej defláciu. Naopak mala by byť definovaná nová dolárová cena zlata, tak aby bolo možné odkúpenie každej jednej bankovky a vkladov na požiadanie pomerom jedna ku jednej. Taktiež sa vyjadruje ku plánu so 100 % zlatými rezervami ako ku návratu k tzv. „sound money“ (peniaze, ktoré nestrácajú na hodnote), kde nebude nevyhnutný pokles celkovej peňažnej ponuky.

V Reismanovom (1996) podaní je pojem deflácia chápaný ako pokles množstva peňazí alebo objemu realizovaných výdajov v ekonomike. Popri poklese cenovej hladiny identifikuje aj ďalšie symptómy, ktoré sprevádzajú defláciu v jeho chápanej definícii. Nižšia dostupnosť zdrojov potrebných na refinancovanie dlhu, pokles ziskovosti podnikov kvôli okamžitému poklesu výnosov v kontraste s oneskoreným znížením nákladov a existencia nezamestnanosti do doby, kedy sa mzdové sadzby a ceny prispôbia zmenám v množstve peňazí objemu výdajov na tovary a faktory práce.

Huerta de Soto (2004) definuje defláciu ako hocijaký pokles množstva peňazí v cirkulácii. Následne však dodáva, že deflácia pozostáva buď z prepadu ponuky peňazí, alebo z nárastu dopytu po peniazoch. Huerta de Soto rozlišuje tri typy deflácie. Ako prvú identifikuje defláciu spôsobenú navýšením reálnych peňažných zostatkov resp. dopytu po nich, čo je zhodné s jeho „dodatkovou“ definíciou deflácie. V tom prípade sa z jeho pohľadu jedná o prípad redukcie spotreby na úkor zvýšenia reálnych peňažných zostatkov. Sprievodným javom tejto redukcie spotreby je nárast investičnej činnosti vedúci ku vyššej produktivity a zvýšenej kúpnej sily peňazí.

V druhom prípade sa jedná o jav podobný aj u predchádzajúcich autorov a tým je kreditná resp. úverová reštrikcia, ktorá sa bežne vyskytuje na v období recesie, ktorej predchádzala úverová expanzia. Takýto druh deflácie by mal so sebou prinášať pozitívne dopady tohto procesu. Dochádza ku rýchlejšiemu odstraňovaniu v skutočnosti (resp. projektov, ktoré by bez podpory umelej úverovej kreácie nemohli „uzrieť svetlo sveta“) neziskových investičných projektov. Huerta pridáva ďalšie dva benefity plynúce z daného typu deflácie. Inflačná politika tvorby dodatočných peňazí prostredníctvom systému frakčného bankovníctva má často za

dôsledok redistribúciu príjmov⁷ a v prípade úverovej kontrakcie by malo dochádzať ku reverznému procesu v rámci predchádzajúcej redistribúcie príjmov. Posledným pozitívnym efektom je zúčtovanie strát vedúce ku zvýšeniu úspor s následným efektom nižšej potreby relevantných prispôbení v rámci ozdravovacieho tržného procesu.

Treťou by mala byť podľa de Sota vedome a zámerne spôsobená deflácia plne pod taktovkou vlády s cieľom znížiť peňažnú ponuku. Takýto zásah by narušil produkčnú štruktúru takým spôsobom, že investičné projekty, ktoré sa zdali byť predtým ziskové by už ziskové viac neboli. Huerta de Soto sa neobáva deflácie tak ako jeho „mainstreamoví“ kolegovia, ale v niektorých deflačných procesoch videl značné problémy. Dokonca sa obracia na intervencie v podobe vládnych zásahov v dobe počas krízy v prípade existujúcich strnulostí na trhu práce.

Na záver si predstavíme pre potreby tejto práce veľmi dôležitú Salernovu prácu „An Austrian Taxonomy of Deflation“ (2003), kde na začiatku identifikuje rozdiel v klasickom (v tom čase aj na akademickej pôde) chápaní deflácie ako prejavu poklesu zásoby peňazí a dnešnom poklese všeobecnej cenovej hladiny. Pod vplyvom Keynesiánskej revolúcie z 30tych rokov sa však pôvodný význam chápania inflácie a deflácie a začal meniť a do 50tych rokov bolo už súčasné chápanie týchto pojmov zakorenené vo väčšine akademických písomností ako aj verejných prejavoch.

Salerno následne identifikuje štyri základne prípady deflácie. Dve na dopytovej strane a ďalšie dve na ponukovej strane „peňažných vzťahov“ (Pomocou tohto pojmu Mises (1998) definoval vzťah medzi ponukou a dopytom po peniazoch).

Prvým typom je tzv. „rastová“ deflácia nachádzajúca sa na dopytovej strane peňažného vzťahu. Celková ponuka dostupných tovarov a služieb, ktoré vstupujú na trh s cieľom uspokojiť spotrebiteľov je v tomto prípade jednou z komponent celkového dopytu po peniazoch. Vysvetľuje to termín „exchange demand for money“, ktorým rakúski ekonómovia vysvetľujú ako sa ponuka statkov, ako aj ich vlastnej práce stáva následne premieta do dopytu po peniazoch. Zvýšená miera úspor a investícií do dodatočných kapitálových statkov alebo nových technologických postupov vyústí do zvýšenej ponuky tovarov disponibilných v ekonomike a pri nemennej ponuke peňazí bude musieť zákonite poklesnúť cenová hladina tejto produkcie. Výmenná hodnota danej peňažnej jednotky sa logicky zvýši, pretože v daný moment bude za spotrebiteľ potrebovať menšie množstvo peňažných jednotiek na nákup určitého druhu tovarov. Tento jav bol typický pre celé 19. storočie až do prvej svetovej vojny. V tržných podmienkach pod komoditnými menami v priemyselnej oblasti vplyvom neklesajúcej kapitálovej akumulácie dochádzalo ku výrazne expanzii produkcii sprevádzanej poklesom cien. V posledných 30tich rokoch môžeme sledovať opäť tento trend v tzv. „high-tech“ odvetviach s vysokým tempom rastu technologického pokroku, vložených kapitálových investícií

⁷ Z inflácie vo väčšine prípadov benefitujú tí, ktorí sa ku novo vytvoreným peniazom dostanú ako prví (centrálne banky a ich partneri v bankovom sektore, vlády a s nimi spojené preferované odvetvia) a obohacujú sa tak na úkor zvyšku spoločnosti.

a produktivity práce. Výsledkom sú nižšie ceny jednotky výslednej produkcie a neustále rastúca zisková marža.

Ďalším typom deflácie na dopytovej strane je tzv. „*cash-building*“ deflácia alebo tzv. „hromadenie“ („*hoarding*“). Tento druh cenovej deflácie by mal viesť ku vyššej ekonomickej prosperite a blahobytu. Pod hromadením peňazí si musíme predstaviť zámerné a individuálne rozhodnutie jednotlivých subjektov zredukovať súčasnú spotrebu na úkor navýšenia držaných peňažných zostatkov vo forme peňažnej meny alebo depozít na požiadanie. Je to absolútne slobodný prejav jedinco- vých súčasných preferencií a túžob s ohľadom na budúce očakávania (neistota ohľadom budúce vývoja, prírodné katastrofy, prípadne vojny). Takéto jednanie ekonomických subjektov pri nemennom množstve existujúcich peňažných jednotiek a zvýšenom dopyte po držaní peňažných jednotiek jednoducho zvýši tržnú hodnotu takejto peňažnej jednotky vo vyjadrení všetkých dostupných tovarov a služieb. Samozrejme, že redukcia peňažných tokov na výdaje sa odzrkadlí aj nižších získaných príjmoch za určité obdobie. Redukcia absolútnej hodnoty celkových príjmov však vôbec nebráni zvýšeniu ekonomického blahobytu vyvolaného vyššie zmieneným procesom tvorby individuálnej peňažnej zásoby. So zvýšením kúpnej sily peňažnej jednotky pri existujúcej peňažnej ponuke takáto cenová deflácia dosiahne rast celkového peňažného bohatstva pre subjekty, ktoré momentálne túžia po dodatočnej hotovosti v ich držaní. Pokles skutočných príjmov by mal implikovať aj pokles v nominálnych mzdových sadzbách, avšak „ruka v ruke“ s poklesom cien spotrebných tovarov by sa hodnota reálneho bohatstva nemala zmeniť.

Nasledujúci typ deflácie sa už vyskytuje na ponukovej strane peňažných vzťahov. Jedná sa o *defláciu vzniknutú poklesom dostupných úverov* a Salerno pri nej definuje ako príčinné faktory tzv. „run“ na banky a kontrakčnú resp. deflačnú monetárnu politiku. V moderných dejinách sa často stretávame so situáciami, kedy klienti začínajú vyberať svoje peňažné prostriedky z bankových účtov na požiadanie v dôsledku finančných kríz. V takýchto prípadoch sa bankové subjekty stretávajú s problémom dostatočnej likvidity a často krát tieto situácie vedú až ku krachom a bankrotom. Finančná kríza sa naďalej zhoršuje, oslabuje sa dôvera klientov vo finančné zdravie bánk a ich schopnosť dostúpiť svojim záväzkom resp. vyplatiť peňažné prostriedky z bežných účtov na požiadanie. Automatickou reakciou dotknutých bánk je zvyšovanie ich vlastných rezerv v takom rozsahu, aby boli schopné vzniknutým požiadavkám a záväzkom vyhovieť. Proces navýšenia bankových rezerv povedie k obmedzovaniu dostupnej peňažnej ponuky, čím sa zvýši reálna hodnota týchto peňazí v súvislosti s poklesom cien a dochádza teda ku deflácii. Za problémom nedostatočných rezerv a neschopnosti bánk splniť svoje záväzky nestojí v žiadnom prípade nedostatočné množstvo zlata (v prípade, že sme v situácii pod existenciou zlatého štandardu), ale systém frakčného bankovníctva, ktorý umožnil uvedenie do obehu neexistujúcich peňazí nad proporcionálne v vzhládom ku skutočnému objemu rezerv. Takéto praktiky bánk v systéme frakčného bankovníctva vedie ku inflácii v jej klasickej definícii (tj. zvyšovanie zásoby peňazí tlačéním nekrytých peňazí).

Je vhodné na tomto mieste dodať, že pri praktikách vydávania nekrytých peňazí v podstate dochádza ku porušovaniu vlastníckych práv, kedy v danom okamžiku sú poskytované prostriedky, ktorými banka v skutočnosti nedisponuje a na druhej strane nemá k dispozícii všetky prostriedky od klientov, ktoré sa zaručila do okamihu vyžiadania držať. Ak si to teda v krátkosti zhrnieme, tak defláciu charakterizovanú znížením peňažnej zásoby, ktorá je výsledkom existencie predchádzajúcej inflačnej politiky, by sme mali považovať za aktivitu vracajúcu finančné zdravie a dôveryhodnosť bankového systému, ako aj proces spätnej ekonomickej koordinácie tržných procesov. Práve toto sú dôvody prečo v období do prvej svetovej vojny centrálné banky využívali tieto nástroje deflačnej politiky ako ochranu pred hroziacim krachom celého bankového systému. Keďže v tom čase neboli na jednotlivých trhoch rozsiahle prekážky flexibility cien aj smerom dole, tak deflačné obdobia boli špecifické svojou krátkosťou a rýchlejším odstránením dôsledkov predchádzajúcej peňažnej inflácie.

Ak sa pozriem späť na predchádzajúce tri Salernom definované typy deflačných procesov, tak nájdem medzi nimi spoločný znak, ktorým je ekonomická prospešnosť a charakter tržne adaptačných procesov reagujúcich na prebiehajúce zmeny v prostredí. Tieto deflačné procesy boli buď prirodzenou reakciou na vývoj ekonomiky, zmenou spotrebiteľských preferencií alebo mali povahu korekčného mechanizmu po inflačnom narušení tržnej štruktúry. Salerno spolu s Rothbardom (1995) poukazujú aj na ďalší v podstate veľmi odlišný typ deflácie, ktorej „úlohou“ je s pomocou opätovného narušenia cenového mechanizmu a narušenia vlastníckych práv (vlastnícke práva ekonomických subjektov sú narušené s pomocou konfiškácie peňažnej hotovosti) zabrániť dôsledkom deflácie v dôsledku poklesu bankových úverov.

Tento typ deflačného procesu sa nazýva tzv. „*confiscatory deflation*“ a je výsledkom štátnej intervencie, ktorá zamedzuje ekonomickým subjektom odhaliť reálne dôsledky, ktorá predchádzajúca inflácie spôsobila. Cieľom tohto typu štátnej deflačnej politiky je obmedziť používanie hotovosti a riešiť tým v podstate vzniknutú nerovnováhu na peňažnom trhu. Cenový mechanizmus sa počas ozdravného deflačného procesu snaží vrátiť ku štruktúre cien odpovedajúcej tržným podmienkam. Spotrebiteľom však nie je dovolené v plnom rozsahu využívať zhodnocujúce sa peňažné prostriedky (vplyvom prebiehajúcej deflácie) a dospieť tak ku dosiahnutiu opätovne zmysluplnej cenovej štruktúry. Ekonomika tak absolútne stráca zotavovací mechanizmus vedúci k aspoň čiastočnému odstráneniu predchádzajúcich škôd napáchaných inflačnou politikou.

Príkladom z nedávnej minulosti je situácia z Argentíny. V roku 1992 po predchádzajúcej hyperinflácii Argentína fixne naviazala svoju novú menu (peso) na dolár v pomere 1:1. Následne však ďalej v 90tych rokoch došlo ku výraznej peňažnej inflácii⁸ a inflačný boom sa zastavil až v roku 1998. S poklesom peňažnej zásoby o 1 % upadla ekonomika do recesie a v roku 2000 bol pokles peňažnej zá-

⁸ Medzi rokmi 1991 a 1994 sa zvyšovala peňažná zásoba M1 tempom približne 60 % za rok.

soby takmer 20 %. V čase, keď s neustálym poklesom ponuky peňazí začala klesať aj dôvera vkladateľov v bankový systém (Centrálne banky držali iba 5,5 mld. dolárov rezerv kryjúcich 70 mld. hodnoty dolárov zameniteľných za v pesoch denominované depozitá.) sa Argentínska vláda uchýlila ku realizácii deflačnej politiky s pomocou „konfiškácie“ bankových výberov. Tie boli obmedzené počas doby 90 dní na 250 dolárov týždenne a boli regulované zahraničné transfery prevyšujúce hodnotu 1000 dolárov.

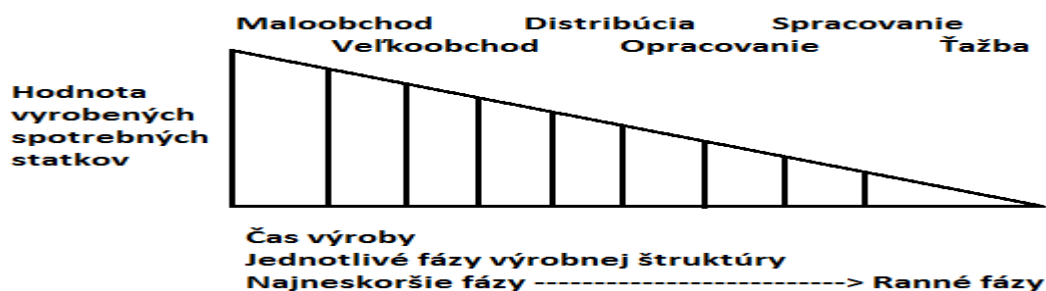
Z predstavených pohľadov jednotlivých autorov môžeme poukázať na niektoré spoločné a odlišné znaky. Všetci vyššie uvedení autori chápu defláciu v jej klasickom pojatí a odlišujú peňažnú a cenovú defláciu. Mises (1953) ju chápal ako úbytok množstva peňazí v rovnakej miere nekompensovaný zníženým dopytom po peňažných zostatkoch, Hayek definoval defláciu ako určitý pokles množstva peňazí (Hayek 1979). K cenovej deflácii sa vyjadruje Rothbard, ktorý sa snaží o vyvrátenie argumentov namierených proti cenovej deflácii. Reisman identifikuje cenovú defláciu ako sprievodný jav peňažnej deflácie. V porovnaní s Rothbardom a Salernom mali ostatní autori určité výhrady pri peňažnej deflácii v závislosti na okolnostiach vzniknutého alebo potenciálneho javu⁹. V mojej práci budem vychádzať z identifikácie deflačných javov, tak ich určil Salerno (2003).

3.2.2 Hayekov trojuholník

Tento teoretický koncept môžeme v podstate chápať ako abstraktný a úplne zjednodušený model, ktorého cieľom je pochopenie niektorých základných ekonomických súvislostí. Jedná sa o dvojrozmerné chápanie výrobného procesu, pričom na jednej odvesne pomyselného trojuholníka je vyobrazená hodnota peňažných výdavkov na spotrebné statky a na druhej odvesne je vyobrazený čas celkovej výrobnéj štruktúry. Do tejto podoby ho na základe diela *Price and Production* (1967) upravil Garrison (2000).

Prepona predstavuje (prirodzenú) úrokovú mieru, ktoré sa mení v závislosti na zmene časových preferencií resp. ochoty spotrebiteľov obetovať a odložiť súčasnú spotrebu pre akumuláciu kapitálu, predĺženiu výrobnéj štruktúry a vyššiu spotrebu v budúcnosti.

⁹ Bagus (2003) podáva veľmi zaujímavé argumenty namierené proti obavám z deflácie v rôznych situáciách v podaní jednotlivých predstaviteľov rakúskej školy.



Obr. 2 Grafické zobrazenie výrobnéj štruktúry podľa konceptu Hayekovho trojuholníka

Dôležitým poznatkom je, že pri zmene časových spotrebiteľských preferenciách sa mení štruktúra realizovaných výdajov v ekonomike, keďže znížené výdaje na konečnú spotrebu sa prelievajú do nákupu kapitálových statkov. Mení sa teda štruktúra týchto výdajov a nie ich objem. Podnikateľom je poskytovaný tržný signál ku presunu zdrojov a štruktúra výroba sa tak začne prispôsobovať štruktúre dopytu. Ako môžeme vidieť na obrázku, tak pôvodné výrobné faktory (v najvzdialenejších výrobných fázach) premieňajú na statky finálne spotreby (fáza najbližšie ku konečnej spotrebe). Koncept tohto pomyselného trojuholníka výrobnéj štruktúry má podobne ako mnoho teórii niektoré základné predpoklady.

Predpokladom v rámci takto vyobrazenej výrobnéj štruktúry je, že výstup jednej výrobnéj fázy je vstupom nasledujúcej výrobnéj fázy. Takže od fázy ťažby, ktorá leží najďalej od konečnej spotreby sa dostávame cez jednotlivé vyššie uvedené fázy až ku maloobchodu a finálnej spotrebe.

Vzdialenosť odvesny vo vertikálnej polohe zobrazuje hodnotu rozpracovaného statku v závislosti na tom, v ktorej fáze sa nachádza. Takže logicky¹⁰ statok, ktorý je len z polovice hotový bude mať nižšiu hodnotu ako statok vo svojej finálnej podobe.

Tento teoretický koncept umožňuje pochopiť aj základy kapitálovej teórie a faktu, že kapitálové statky majú heterogénny charakter. Ak nezoberiem do úvahy technologickú zmenu, tak rozvoj spoločnosti závisí na kapitálovej akumulácii a delbe práce. S kapitálovou akumuláciou samozrejme súvisí vyššie spomínaná zmena preferencií. Ak ľudia začnú v súčasnosti menej spotrebovať a viacej šetriť na niečo, tak vďaka presunu zdrojov do kapitálových statkov bude v budúcnosti umožnená vyššia spotreba. Inak povedané, zníženie časových preferencií (ochota odložiť súčasnú spotrebu) bude viesť ku poklesu dopytu po spotrebných statkoch, vyššiemu dopytu po kapitálových statkoch, ktorý je tvorený zvýšenými úsporami.

V súvislosti s kapitálovou teóriou ešte poznamenám, že Hayekov trojuholník poukazuje na čiastočnú špecifickosť kapitálových statkov. V prípade, že by nebolo vôbec špecifické, tak by sa nám absolútne rozpadla koncepcia výrobnéj štruktúry. Naopak, ak by tieto statky boli úplne špecifické, nebola by umožnená zmena celko-

¹⁰ Na jednej strane je potrebné pridať ešte niektoré chýbajúce vstupy a na druhej strane bude tento statok dostupný až za určitú dobu (s tým je spojené diskontovanie v čase).

vej výrobnjej štruktúry. Hovoríme o tom, že tieto kapitálové, ktoré sú pre niektoré fázy špecifické a pre iné zase nie sú tzv. intertemporálne komplementárne.

3.2.3 Hospodárska politika ABCT

Ak sa chcem pokúsiť v teoretickej rovine charakterizovať teóriu rakúskeho hospodárskeho cyklu, tak opätovne ako v prípade deflácie, tak aj pri hospodárskom cykle bude potrebné odlíšiť chápanie hospodárskeho cyklu v podaní rakúskej ekonómie a hlavného prúdu. Za hospodársky cyklus z rakúskeho pohľadu nebude určite považovaný žiadny obyčajný výkyv v ekonomike, resp. bežné hospodárske fluktuácie, ktoré sú každodennou súčasťou každého ekonomického systému. A v každom takomto dynamickom systéme dochádza samozrejme aj ku zmenám ľudských preferencií, ktoré sú však úplne prirodzeným javom a každá ekonomika sa dokáže s nimi bez problémov „popasovať“. Úpadok jedného odvetvia znamená len reakciu na trhu (napr. technologický šok). Treba vidieť v „Bastiatovom štýle“, že to, čo je napríklad jasne vidieť môže byť úpadok nejakého odvetvia, avšak tým, čo nie je vidieť je prosperita ďalších odvetví pri presune zdrojov.

Každá teória hospodárskeho cyklu musí byť schopná podať relevantné odpovede na tri podstatné otázky. Prvou je príčina cyklického charakteru hospodárskych cyklov. Teoretický koncept hospodárskeho cyklu musí podať jednoznačnú odpoveď na to, čo spôsobuje, že sa striedanie fáz expanzie a krachu neustále opakujú. Druhou otázkou resp. problémom, ktorý by mala takáto teória vyriešiť je systematický charakter mylných reakcií prakticky celého trhu. Posledným problémom, ktorý by mal byť vysvetlený je otázka relatívne výraznejšieho boomu a bustu na trhu kapitálových statkov nachádzajúcich sa ďalej od spotreby. ABCT sa snaží dať so svojím teoretickým konceptom odpovede na všetky tieto položené otázky.

Teória hospodárskeho cyklu v podaní rakúskej ekonómie je uceleným teoretickým konceptom, ktorý nevytvára samostatnú „oblasť“ makroekonómie, ale ako už býva u Rakúšanov zvykom, tak integruje jednotlivé časti systému ekonomickej vedy založenej na subjektívnej teórii úžitku spolu s poznatkami z teórie ceny, teórie kapitálu a teórie peňazí. Základnými piliermi takto definovanej teórie hospodárskeho cyklu je cenový systém zohrávajúci základný koordinačný mechanizmus v spoločnosti, úroková miera predstavujúca cenu koordinujúcu trh v čase, fiktívna predstava zvýšeného objemu úspor v spoločnosti spôsobená umelým znížením úrokovej sadzby, nahradzovanie a komplementarita kapitálu, substitúcia medzi kapitálovými statkami vyšších rádov a kapitálovými statkami nižších rádov (Ricardov efekt), neexistencia automatického pozitívneho vzťahu medzi dopytom po komoditách a dopytom po práci (Millova štvrtá veta), dva druhy informovanosti ekonomických agentov a to priestorová (v danom čase na danom mieste) a tzv. vedecká znalosť o fungovaní ekonomického systému.

ABCT prisudzuje striedanie fázy expanzie a recesie zmene množstva peňazí v ekonomike (peňažná zásoba), takže považuje hospodársky cyklus za čisto peňažný jav spôsobený existenciou monetárneho systému. V súčasnosti sú tým spúšťačom a príčinnými faktormi frakčné bankovníctvo vytvárajúce peniaze ex nihilo a centrálna banka s využitím jej konvenčných (úrokové sadzby) ako aj nekonvenč-

ných (kvantitatívne uvoľňovanie). V rámci tohto teoretického konceptu teda odlišujeme výkyvy v ekonomike reálneho charakteru alebo len zmien preferencií s dopadom na určitý sektor ekonomiky a naproti tomu skutočný hospodársky cyklus spôsobený pomýlením všetkých agentov a ich jednania vedúceho ku chybnéj alokácii zdrojov. Fázami takéhoto hospodárskeho cyklu sú boom, bust a následná recesia, ktorá je prirodzeným dôsledkom bustu, ktorého príčinou je boom resp. predchádzajúca prvá fáza takto definovaného hospodárskeho cyklu. Pri fáze recesii je treba brať na vedomie, že akékoľvek zasahovanie do ozdravovacieho procesu vedie ku predĺženiu obdobia trvania návratu ku výrobnéj štruktúre odpovedajúcej skutočným spotrebiteľským preferenciám.

Garrison (2000) uvádza, že ACBT nie je teóriou depresie, ale teóriou neudržateľného rastu a podstatnou je teda prvotná fáza boomu. Chybné investície (tzv. „malinvestments“) spôsobené poklesom nominálnej úrokovej miery pod úroveň prirodzenej úrokovej miery. Realizované budú aj projekty, ktoré by boli za iných okolností neziskové. Keďže „nové peniaze“ prichádzajú do odvetví ďalej od spotreby (ranné výrobné fázy ako napríklad stavebníctvo, ťažba), tak práve v týchto odvetviach budú zaznamenané vyššie zisky, mzdy výrobných faktorov v tejto sfére budú rásť spolu s cenami akcií a nehnuteľností. Pokles úrokovej miery odrádza jedincov od sporenia a zvyšuje spotrebu. Primárne tak nedochádza ku zmene medzičasovej substitúcii v spotrebe a preto budú rásť ceny aj zisky v odvetviach najbližšie ku spotrebe. Nemenné množstvo spotrebných statkov a vyššie peňažné výdavky na tieto statky budú tlačiť spomínané ceny smerom nahor. Dôležitým poznatkom je, že ceny v ranných výrobných fázach budú rásť o mnoho rýchlejšie ako v neskorších. Neudržateľný rast dokáže byť umelo udržiavaný len s pomocou centrálnej banky alebo pokiaľ nedôjde ku kolapsu na trhoch, kde ceny počas boomu prudko vyleteli smerom nahor (De Soto 2004).

Čo sa týka fázy krachu, tak počas bustu dochádza k opačnému javu pohybu úrokovej miery v porovnaní s fázou odštartovaného umelého boomu. Úroková miera začne rásť. Ako náhle vzrastie kapitálovo náročné projekty sa začnú javiť ako neziskové, pretože ich súčasná hodnota začne klesať. Vo väčšine prípadov začne úroková sadzba rásť pre obavy z rastúcej peňažnej inflácie. Ak by tak centrálna banka nezareagovala a naďalej by pumpovala nové peniaze do ekonomiky, tak výsledkom by bola hyperinflácia a absolútny rozvrat hospodárstva.

Nakoniec uvediem De Sotom (2004) identifikovaných šesť typických príznakov hospodárskeho cyklu, ktoré využijeme aj pri identifikácii jednotlivých hospodárskych cyklov v rámci praktickej časti:

1. Najčastejším efektom je dočasný nárast cien pôvodných spôsobov výroby (práca, pôda, prírodné zdroje)
2. Nasleduje nárast cien spotrebných statkov

3. Relatívny nárast účtovných ziskov¹¹ u firiem v neskorších výrobných fázach resp. najbližšie ku spotrebe
4. Ricardov efekt – Nahradzovanie práce kapitálom alebo nahradzovanie kapitálových tovarov bližšie ku spotrebe tými ďalej od spotreby.
5. Nárast úrokových mier – práve tento symptóm hospodárskeho cyklu bol prvýkrát zmienený v Hayekovom *Price and Production* (1931)
6. Účtovné straty u firiem v ranných fázach produkcie (tj. najďalej od spotreby)

3.2.4 Dynamika monetárnej teórie a pozitívny sklon Phillipsovej krivky.

Pri komparácii hayekovského a friedmanovského prístupu v rámci problematiky dynamickej monetárnej teórie je zjavný relatívne zhodný pohľad na dynamickú monetárnu teóriu, čo sa týka rigidít na trhu práce, ktoré zabraňujú perfektnému a okamžitému prispôsobeniu sa monetárnym šokom. Taktiež spoločné odmietnutie predpokladu racionálnych očakávaní, a neutrálne peniaze ako v krátkom, tak aj dlhom období. Avšak značným rozdielom, ktorý tieto spoločné znaky len pretvára v rozdiel je rozpor v kapitálovej teórii, resp. tzv. „neutrálny dopad“ v podaní monetaristov (Ravier 2010). Hayekov pohľad potrebuje určité časové oneskorenie na efektívne navrátenie vzťahu medzi prácou a kapitálom po tom, čo boli zlikvidované „mal-investments“. Takže problém neutrality dlhého obdobia je viazaný na štruktúru produkcie. Dôležitým poznatkom je neoddeliteľnosť úverového trhu a trhu tovarov a služieb a požadovaná vyššia reálna úroková miera na úverovom trhu ako bola pred fázou boomu (Bellante, Garrison 1988).

Na tomto mieste sa dostávam ku problematike neutrality peňazí v dlhom období. Na vysvetlenie diferencie v pohľade na účinnosť menovej politiky v dlhom období nám posluží Friedmanov teoretický rámec prirodzenej miery nezamestnanosti¹². Tá je podľa Friedmana definovaná ako úroveň nezamestnanosti, ktorá je určená dlhodobou existenciou rôznych strnulostí na pracovnom trhu (nedokonalá konkurencia, efektívne mzdy, minimálna mzda atď.). Samozrejme v krátkom období, keď monetárna politika dokáže ovplyvniť resp. znížiť nezamestnanosť a dokonca aj zvýšiť reálne mzdové sadzby, čo je dôsledkom určitým oneskorením monetárnej politiky. Podľa Friedmanovho teoretického rámca, ale po adoptívnom prispôsobení agentov dôjde ku návratu do neutrálneho stavu zamestnanosti ako aj reálnych miezd.

¹¹ Merateľnosť ukazovateľa, akým sú účtovné zisky a straty by bolo pre naše potreby značne náročné a preto využijeme namiesto toho ukazovateľ zamestnanosti v jednotlivých odvetviach, ktorý by mohol mať relevantnú výpovednú hodnotu vzhľadom ku predpokladu, že zamestnávateľia budú rozširovať svoje výrobné kapacity v obdobiach, keby budú realizované vyššie výnosy.

¹² Ako poukazuje Ravier (2010) na tejto špeciálnej miere nezamestnanosti však nie je naozaj nič „prirodzené“ v porovnaní s jej rozvojom na báze Wicksellového konceptu „prirodzenej úrokovej miery“.

V tomto bode však dochádza ku značnému odlíšeniu vo vysvetlení v podaní Rakúšanov. Po tom ako dochádza ku odstraňovaniu chybné začatých investícií a ku návrate reálnej mzdy a zamestnanosti na pred boomovú úroveň sa objavuje tzv. "čiasťová likvidácia kapitálu" (napr. De Sotto 2004). Je to strata kapitálu, ktorý pri spätnej alokácii v rámci ozdravovacieho procesu nemôže byť využitý z dôvodu jeho heterogenity, komplementarity a čiastočnej špecifikácie. Mikroekonomickým vysvetlením poklesu reálnych miezd z pohľadu Rakúšanov je pokles kapitálovej zálohy a produktivity kapitálu po spl'asknutí umelo nafúknutej investičnej bubliny. Likvidácia kapitálu v konečnom dôsledku zredukuje produktivitu pracovníkov. Dopyt po práci poklesne na každej úrovni reálnych miezd. Po tom ako sú chybné investície odstránené, tak ku spätnému zamestnávaniu pracovníkov dôjde len v prípade, ak budú ochotní akceptovať nižšie reálne mzdy.

Na tomto mieste možno s využitím predchádzajúcich poznatkov pridať ďalšiu transformáciu phillipsovej krivky z rakúskeho pohľadu na krivku s pozitívnym sklonom krivky, ktorá charakterizuje vzťah medzi infláciou a nezamestnanosťou. Pričom logika pozitívneho sklonu krivky spočíva v nerovnosti produkčnej štruktúry ako aj produktivity práce spolu s nižšími reálnymi mzdami v období pred a po boome. Pri debate o sklone krivky by som ešte pripomenul aj neskoršiu Friedmanovu akceptáciu práve pozitívneho vzťahu medzi infláciou a nezamestnanosťou. Ako uvádzajú Bellante a Garrison (1988) Friedman neskôr sám priznáva, že nezodpovedná monetárna politika môže viesť ku zvýšeniu prirodzenej miery nezamestnanosti. V dvoch jeho prácach (Friedman 1976, 1977) uznáva potenciálnu existenciu pozitívneho sklonu Phillipsovej krivky. Ravier (2010) ďalej poukazuje na Friedmanovu "dilemu", keďže nebol svoje empirické poznatky schopný implikovať do jeho teoretického rámca, teda, že monetárna politika je aj v dlho období ne-neutrálna.

V predchádzajúcej časti boli stručne predstavené a komparované niektoré konkurenčné teórie hospodárskych cyklov spolu s ich pohľadom na defláciu. Rotbard a Salerno identifikovali 4 typy deflácie. Keynesiáni okrem iného vidia problém v jednotlivých únikoch z ekonomiky a tak pokles cenovej hladiny spôsobený hromadením peňazí sa javí z ich pohľadu ako problémový. Monetaristi požadujú pre zdravý rast hospodárstva pravidelné zvyšovanie peňažnej zásoby a z toho dôvodu vlnia úverovú kontrakciu z kolísania ekonomickej aktivity. V krátkom období za pomoci teórie reálneho hospodárskeho cyklu je možné rastovú defláciu vysvetliť práve pomocou existencie pozitívneho ponukového šoku a existencie medzičasovej substitúcie práce. V adaptácii s rakúskou teóriou je však potrebné nahradenie racionálnych očakávaní subjektívnymi a endogenity peňazí ne-neutralitou peňazí v dlhom období.

Relevantným doplnením teórie ABCT sa javí Minskeho prístup financovania investičnej aktivity ekonomických subjektov. Vychádza z psychologických charakteristík jednotlivcov a špekulatívne a ultrašpekulatívne typy financovania investícií a aktív by sme mohli chápať ako priamy dôsledok úverovej kreácie, na ktorú ekonomické subjekty reagujú. Umelé zníženie úrokovej miery pod jej prirodzenú úroveň spôsobí zvýšenú investičnú aktivitu smerom ku chybné alokovaným investič-

ným projektom. Práve vďaka centrálnej banke a zníženiu úrokovej miery sú realizované tieto investície, ktoré môžeme označiť za špekulatívne. Toto nastane v prvej fáze začínajúceho neudržateľného boomu v súlade s ABCT. Nasleduje umiestňovanie peňazí do jednotlivých preferovaných odvetví ako aj rast akciových trhov a trhov v odvetviach ďalej od spotreby (vid'. trh nehnuteľnosťami) a financovanie investícií založené práve na optimistickom očakávaní zhodnotení týchto sektorov ekonomiky. Banky poskytujú rizikovejšie úvery dokonca aj menej bonitným klientom a zvýšený dopyt ďalej nafukuje bublinu na daných trhoch. Tento typ financovania môžeme označiť ako ultrašpekulatívny.

V rámci diskusie o dynamike monetárnej teórie som poukázal na jednotlivé teoretické prístupy ku vzťahu medzi nezamestnanosťou a infláciou známemu ako phillipsova krivka v porovnaní s hayekovým trojuholníkom. Predstavitelia rakúskej ekonómie sa domnievajú, že ani jeden z vyššie uvedených prístupov však v otázke relevantnosti dynamickej monetárnej teórie neprekonal Hayekov prístup. Ba dokonca pri analýze phillipsovej krivky prinášajú Rakúšania viac svetla do diskusie o sklone tejto krivky. Tí poukazujú na pozitívny sklon krivky determinujúci ne-neutralitou peňazí v krátkom a dlhom období a problematikou heterogénnej kapitálovej štruktúry, ktorej dôsledkom je vyššia konečná nezamestnanosť v porovnaní s tou z pred dopytového (monetárneho) šoku.

V časti venovanej metodologickému postupu tejto práce som uviedol, že vzhľadom ku empirickej identifikácii deflačného javu v podmienkach uvoľnenej a expanzívnej monetárnej politiky centrálnych bánk bude vhodné do analýzy zakomponovať koncept rakúskeho hospodárskeho cyklu resp. teóriu ABCT vysvetľujúci cyklické striedanie fáz boomu a recesie. Tento koncept pripisuje príčinu vzniku skutočného hospodárskeho cyklu systematickému pomýleniu ekonomických agentov prostredníctvom manipulácie úrokovej sadzby na pozadí umelej úverovej expanzie.

Na mieste je opäť otázka, čo to všetko má spoločné s analýzou deflácie a jej identifikáciou? Podľa konceptu ACBT sa cenová deflácia vyskytuje v podmienkach stabilnej peňažnej zásoby (napr. v podmienkach zlatého štandardu) alebo práve vo fáze po ukončení neudržateľného a umelo vyvolaného boomu, kedy by malo dochádzať ku ozdravnému procesu, ktorého sprievodným javom je nie len cenová, ale aj „skutočná“ deflácia. Práve preto bude tento teoretický koncept súčasťou nasledujúcej analýzy a dopomôže nám pri identifikácii deflačných situácií. Ekonomický systém Spojených štátov amerických na čele s Fedom bude teda vhodným experimentálnym prostredím na detekciu hospodárskeho cyklu z pohľadu rakúskej školy.

3.3 Komparácia prístupov

Problémom z pohľadu alternatívneho prístupu v mainstreamovom chápaní definície deflácie a inflácie ako pohybu cenovej hladiny v porovnaní s alternatívnym prístupom resp. klasickým chápaním deflácie a inflácie ako zmenou peňažnej zásoby je rozdiel v pojatí príčiny a dôsledku. Predstavitelia rakúskej ekonomickej školy

považujú zmenu cenovej hladiny za prirodzenú reakciu na zmenu v tržných podmienkach prostredníctvom neustáleho jednanja ekonomických subjektov. Nevidia teda problém v poklese alebo náraste, či už všeobecnej hladiny, alebo len zmeny relatívnych cien rámci určitých sektorov, kde dochádza ku prirodzenej reakcii cenového mechanizmu vo vzťahu medzi dopytom a ponukou. Cenová hladina je teda len dôsledkom za, ktorým treba hľadať príčiny v zmene faktorov pôsobiacich na dopyt a ponuku.

Problémom je z pohľadu alternatívneho prístupu práve zvyšovanie peňažnej zásoby, ktoré spôsobuje zníženie kúpnej sily menovej jednotky. Pri tomto nedochádza ku žiadnemu reálnemu rastu bohatstva, maximálne tak ku tzv. ilúzie bohatstva, ktorá je spôsobená väčším množstvom bankoviek v obehu. V kontraste s týmto názorom môžeme uviesť tzv. monetaristické pravidlo, kedy zástancovia odporúčajú v rámci hospodárskej politiky („constant growth rate policy“) konštantný ročný rast peňažnej zásoby okolo 2-3 % v zhode s rastom reálneho produktu.

Základná myšlienka, že väčšie množstvo peňazí, tj. skutočná inflácia podľa alternatívneho pohľadu spôsobuje vyššie ceny nepatrí len ku rakúskemu pohľadu. Rakúšania však dokážu vysvetliť dilemu, prečo masívne tlačenie peňazí po celom svete nevyústilo aj ku ekvivalentnému nárastu cenovej hladiny, tak ako to vychádza z konceptu kvantitatívnej teórie peňazí. Treba brať do ohľadu iné ceny, ktoré budú indikovať problémy, ktoré spôsobila uvoľnená menová politika. Sú to akciové a realitné trhy, ďalej ceny komodít, ktoré reprezentuje napr. PPI index alebo sú to ceny zlata a ropy¹³. Tieto nie sú dostatočne zastúpené v CPI indexe (tu vidieť problém s takto skonštruovanými indexmi, na ktorý poukážeme aj v praktickej časti) a preto, keď je hrozba peňažnej inflácie na obzore cenová hladina meraná pomocou CPI môže byť stabilná alebo dokonca aj klesať. Lenže vyššie spomínané komoditné a akciové ceny môžu indikovať umelé prehrievanie ekonomiky.

V porovnaní s rakúskym pohľadom je problémom stimulácia produktu pomocou zvyšovania agregátneho dopytu, avšak tým, čo určuje konečný dopyt je práve výroba, tak ako tento proces definuje Sayov zákon trhu (Say 1971). Ak sa pozrieme na rakúsku definíciu možných deflácií, tak na zníženie cenovej hladiny spôsobenej hromadením peňazí by sme mohli z keynesiánskeho pohľadu nazerať ako na najväčšie nebezpečenstvo. Úschova peňazí, či už z dôvodu preferencie likvidity, alebo pri zmene časových preferencií a zvýšených úsporách má dopad na väčšie úniky z ekonomiky a spôsobuje zaostávanie efektívneho dopytu za produktom. Známe je vyjadrenie prezidenta Hoovera na problém hromadenia peňazí: „Boj sa dnes vedie proti hromadeniu peňazí.“

Z predošlej komparácie v rámci jednotlivých prístupov v chápaní problematiky deflácie a inflácie by mali vzísť pre analytické účely tejto práce identifikované a vybrané definované rozdiely. Ako bolo vyššie uvedené fundamentálnym rozdie-

¹³ Ropa a zlato sú komodity, ktoré majú predpoklad rásť počas boomu a naopak klesať počas boos-tu. Samozrejme, že monetárna politika nie je jediným determinantom ceny týchto dvoch komodít, avšak ma výrazný vplyv na ich spomínaný pohyb.

lom je definícia skutočnej resp. peňažnej deflácie a inflácie v porovnaní s cenovou infláciou a defláciou. Predstavitelia hlavného prúdu a tvorcovia hospodárskej politiky sledujú ako primárny cieľ pohyb všeobecnej cenovej hladiny a v jej poklese vidia problémy pre ekonomický. Na jednej strane je to politika cieľovania úrovne všeobecnej cenovej hladiny. Na druhej strane už takmer zgeneralizované argumenty namierené na negatívne účinky poklesu cenovej hladiny. Nedávno svetoznámy internetový portál Bloomberg Business z oblasti ekonomiky a financií publikoval článok s názvom „Why falling prices are actually a really bad thing“, v ktorom bolo uvedených šesť argumentov¹⁴ podporujúcich tvrdenie o negatívnych účinkoch klesajúcich cenách.

Na tomto mieste sa ukazuje ako vhodné niektoré z nich konfrontovať s Rothbardovými argumentmi ohľadom klesajúcej cenovej hladiny. Do jedného bodu môžeme zhrnúť argumenty ohľadom nižších realizovaných ziskoch pri poklese všeobecnej úrovne cenovej hladiny. Rothbard (2000) jednoznačne poukazuje, že nie je to všeobecný vývoj cien, ale rozdiel medzi predajnými cenami a nákladmi, ktoré sú indikátorom úspechu. V prípade, ak mzdy klesajú rýchlejšie ako predajné ceny, tak takáto situácia môže viesť ku stimulácii obchodnej aktivity a dokonca aj zamestnanosti. Ku problému vyššieho reálneho dlhu a s ním spojených bankrotov. Rothbard poukazuje na vlastnosť veriteľov firmy, ktorí sú v podstate len odlišným typom vlastníkov. Taktiež finančné prostriedky, ktoré ušetrili investujú naspäť do firmy. Zisky a straty z jednotlivých cenových zmien sú teda v rôznych pomeroch kompenzované v rámci firmy. Pri cenovej deflácii nesmieme zabudnúť na defláciu ako sprievodný jav zdravého hospodárskeho rastu vychádzajúceho z konceptu ABCT a konceptu Hayekovho trojuholníka.

Ekonom a prominentný bloger New Yourk Times Paul Krugman síce v časti literárnej rešerše spomenutý nebol, ale v súvislosti s vyššie uvedeným článkom ho môžeme spomenúť ako jedného zo súčasných a významných predstaviteľov ekonómie hlavného prúdu, ktorí sa obávajú deflácie a jej dôsledkov. Vo viacerých svojich článkoch¹⁵ sa mnohokrát vyjadril, prečo je deflácia tak nebezpečná. Dokonca použil metaforické prirovnanie deflácie ku čiernej diere. Ceny klesajú, spotrebitelia odkladajú svoje nákupy a spotrebu a celková ekonomická aktivita klesá. Klesajúci dopyt vedie ku ďalšiemu znižovaniu cien, miezd, ziskov, zamestnanosti, vybratých daní a hlavne celkovej investičnej aktivity, čo vedie ku ďalšiemu znižovaniu dopytu. Toto je tzv. deflačná špirála, z ktorej nie je jednoduchého úniku.

Ako sme si ukázali, tak v otázke peňažnej deflácie aj medzi jednotlivými predstaviteľmi alternatívneho prístupu panujú značne odlišné názory. Mises navr-

¹⁴ 1. Odkladanie súčasnej spotreby s očakávaným ďalším poklesom cien v budúcnosti. 2. To isté ako v prvom prípade len zo strany podnikateľov a výrobných faktorov. 3. Straty možnosti cenotvorby s cieľom dosiahnuť vyšších ziskov. 4. Nižšie zisky indukujúce nižšie mzdy, ďalšie odkladanie spotreby a vytvorenie tzv. deflačnej špirály. 5. Zvýšenie reálneho dlhu. 6. Nutnosť centrálnych bánk využívať nekonvenčné nástroje na stimuláciu ekonomiky pri existencii takmer nulových úrokových sadzieb (príklad ECB).

¹⁵ „Why is deflation bad“, „The deflation caucus“.

huje monetárnu reformu bez deflácie, Hayekove názory sa v priebehu jeho života skoro až diametrálne líšili, Sennholz obhajovala defláciu i keď podobne ako Mises navrhoval monetárnu reformu predchádzajúcu defláciu, De Soto videl v niektorých deflačných procesoch možné problémy, ale inak sa deflácie neobával. Rothbard so Salernom identifikovali viaceré typy deflácie, ktoré chápali ako prirodzené tržné reakcie s výnimkou deflácie v podaní obmedzenia objemu spotrebiteľských výdavkov tzv. „konfiškátornú“ defláciu. Už vyššie sme si uviedli, že keynesiáni vidia problém v hromadení peňazí a s ňou spojenou defláciou a monetaristi považujú za príčinu recesie úverovú kontrakciu.

V nasledujúcej tabuľke si pre lepšiu orientáciu zhrnieme významné rozdiely vychádzajúce z predošlej komparácie. Znakom „+“ je označený pozitívny vzťah medzi typom deflačného javu a ekonómom alebo teoretickým konceptom s ktorým je daný deflačný jav spojený. Pod znakom „-“ budeme chápať zase negatívny vzťah.

Tab. 1 Identifikácia jednotlivých typov deflácie v prístupoch hlavného prúdu a rakúskej ekonómie

	Hlavný prúd („Mainstream“)	Alternatívny prístup (Rakúska ekonómia)
Peňažná inflácia	+ Friedman - Minsky (úverová expanzia) + Keynes + Fisher	- Pozitívna phillipsova krivka vychádzajúca z konceptu Hayekovho trojuholníka
Peňažná deflácia	- Fisher - Friedman	+ Rothbard, Salerno - Rothbard, Salerno (konfišk. deflácia)
Cenová inflácia	+ Phillipsova krivka + Fisher + Keynes	- Problém ako dôsledok predchádzajúcej peňažnej inflácie
Cenová deflácia	- Krugman - Fisher + teória reálneho hospodárskeho cyklu	+ Rothbard, Hayek (zdravý hospodársky rast)

Na záver by sme si pre potreby tejto práce mali vymedziť chápania pojmov „zdravej“ a „nezdravej“ deflácie. V teoretickej časti s modelovou identifikáciou cenovej deflácie v rámci modelu AS-AD sme uviedli, že „zdravá“ deflácia je spojená s pozitívnym ponukovým šokom a „nezdravá“ deflácia naopak s negatívnym dopytovým šokom. Z časti venovanej prístupu rakúskej ekonómie môžeme urobiť záver, že za „zdravú defláciu“ môžeme považovať cenovú defláciu ako jav spojený s hospodárskym rastom pri rastúcej ponuke alebo peňažnú defláciu (ale aj cenovú ako sprievodný jav peňažnej), ktorá je ozdravným procesom pri spätnom hľadaní výrobných štruktúr odpovedajúcej skutočným spotrebiteľským preferenciám.

4 Hospodársky cyklus Spojených štátov amerických

V časti venovanej metodologickému postupu tejto práce som uviedol, že vzhľadom ku empirickej identifikácii deflačného javu v podmienkach uvoľnenej a expanzívnej monetárnej politiky centrálnych bánk bude vhodné do analýzy zahrnúť koncept rakúskeho hospodárskeho cyklu resp. teóriu ABCT vysvetľujúci cyklické striedanie fáz boomu a recesie. Tento koncept pripisuje príčinu vzniku skutočného hospodárskeho cyklu systematickému pomýleniu ekonomických agentov prostredníctvom manipulácie úrokovej sadzby na pozadí umelej úverovej expanzie.

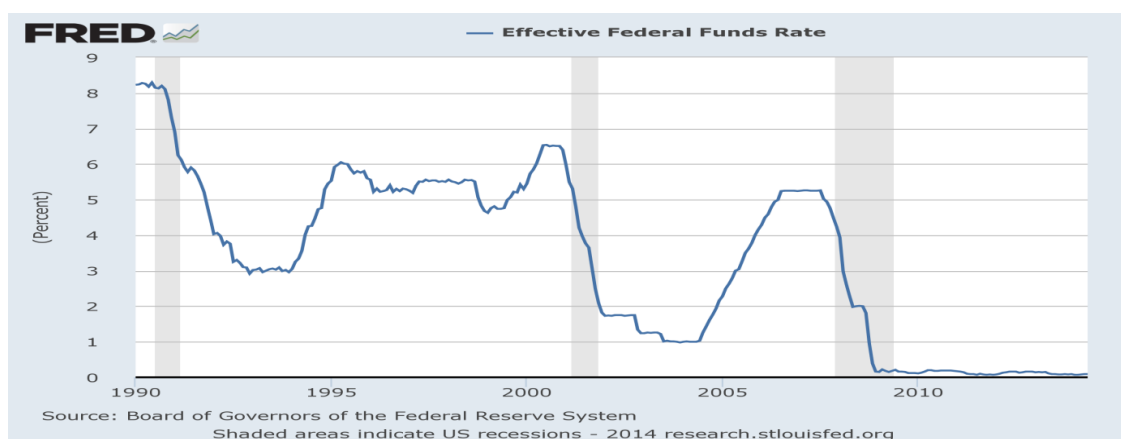
Fed je systém centrálného bankovníctva v USA a bol založený v roku 1913 a od tej doby s využitím konvenčných ako aj nekonvenčných nástrojov menovej politiky neustále uvoľňuje resp. „tlačí“ do obehu nové peniaze, nafukuje peňažnú zásobu, znehodnocuje reálnu kúpnu silu domácej meny, manipuluje a ovplyvňuje jednanie agentov, pričom dochádza ku ich spomínanému systematickému pomýleniu a realizácii investičných projektov, ktoré by za iných okolností neboli ziskové.

Na mieste je opäť otázka, čo to všetko má spoločné s analýzou deflácie a jej identifikáciou? Podľa konceptu ACBT sa cenová deflácia vyskytuje v podmienkach stabilnej peňažnej zásoby (napr. v podmienkach zlatého štandardu) alebo práve vo fáze po ukončení neudržateľného a umelo vyvolaného boomu, kedy by malo dochádzať ku ozdravnému procesu, ktorého sprievodným javom je nie len cenová, ale aj „skutočná“ deflácia. Práve preto bude tento teoretický koncept súčasťou nasledujúcej analýzy a dopomôže nám pri identifikácii deflačných situácií. Ekonomický systém Spojených štátov amerických na čele s Fedom bude teda vhodným experimentálnym prostredím na detekciu hospodárskeho cyklu z pohľadu rakúskej školy.

Začnem s analýzou vybraných makroekonomických veličín, ktoré by nás mali správne nasmerovať ku identifikácii pozície stavu ekonomiky v rámci jej hospodárskeho cyklu. Centrálnymi autoritami, ktoré majú právo s pomocou jednotlivých hospodársko-politických nástrojov zasahovať do hospodárstva krajiny a fungovania jej ekonomiky, budeme v prípade USA rozumieť centrálnu banku Fed a americkú vládu. Jednotlivé makroekonomické ukazovatele a veličiny budú sledované za obdobie od roku 1990 až do súčasnosti. Zvolené sledované obdobie je relatívne dlhšie, pretože jednotlivé fázy hospodárskeho cyklu majú trvanie až niekoľko rokov a budeme tak môcť lepšie zachytiť skutočné výkyvy ekonomiky počas daného obdobia. Postupne budem prechádzať ku identifikácii príznačných ukazovateľov hospodárskeho cyklu podľa de Sota (2004) a bližšie sa taktiež pozriem na reálny sektor, ktorý v rámci ABCT a americkej ekonomiky zohráva významnú úlohu.

4.1 Makroekonomické ukazovatele

Podľa teórie ABCT vzniká nerovnováha na trhu zapožičaných fondov ($U=I$) v dôsledku umelého zníženia úrokovej sadzby pod jej prirodzenú úroveň a tak je centrálna banka tou inštitúciou, ktorá nesie zodpovednosť za odštartovanie hospodárskeho cyklu. Centrálna banka vyhlasuje pravidelne jednotlivé druhy úrokových sadzieb, od ktorých komerčné banky odvodzujú svoje úrokové sadzby v ponuke jednotlivých bankových produktov, ďalej sú to úrokové sadzby, za ktoré si komerčné banky požičiavajú medzi sebou alebo priamo od centrálnych bank na peňažnom trhu. Pre potreby tejto práce budú v centre záujmu hlavné úrokové sadzby v najvýznamnejších ekonomických centrách. V prípade Fedu je to tzv. „federal funds target rate“, čo je úroková sadzba, za ktorú si depozitné inštitúcie (prevažne banky) požičiavajú zdroje uložené vo Fede, väčšinou cez noc resp. „overnight“ operácie.

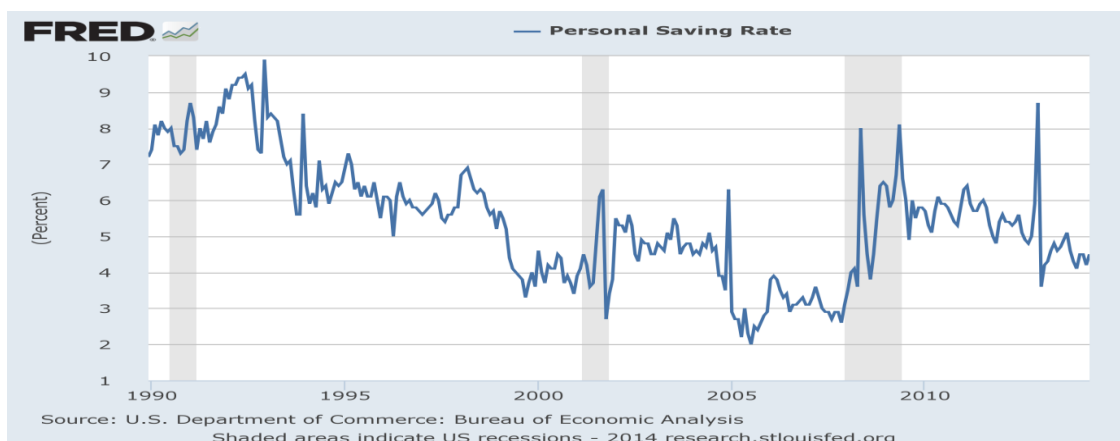


Obr. 3 Vývoj federal funds rate v %

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Ako možno sledovať na grafickom zobrazení¹⁶ priebehu hlavnej úrokovej sadzby Fedu, tak jednotlivé tržné diskoordinácie sa začínajú už na začiatku 90tych rokov znížením úrokovej sadzby, kedy až do roku 1994 dochádza ku výraznej monetárnej expanzii, podobne ako v rokoch 2000 – 2004 a v súčasnosti, kedy sa úroková sadzba nachádza skoro až na nule. Podľa teórie ABCT je počiatočným a primárnym problémom umelé vychýlenie úrokovej sadzby z jej prirodzenej úrovne, resp. dochádza ku nerovnováhe na trhu medzi reálnymi úsporami a investíciami. Preto bude vhodné sa v ďalšom grafickom zobrazení bližšie pozrieť na vývoj osobnej miery úspor, úverov ako aj spotreby domácností.

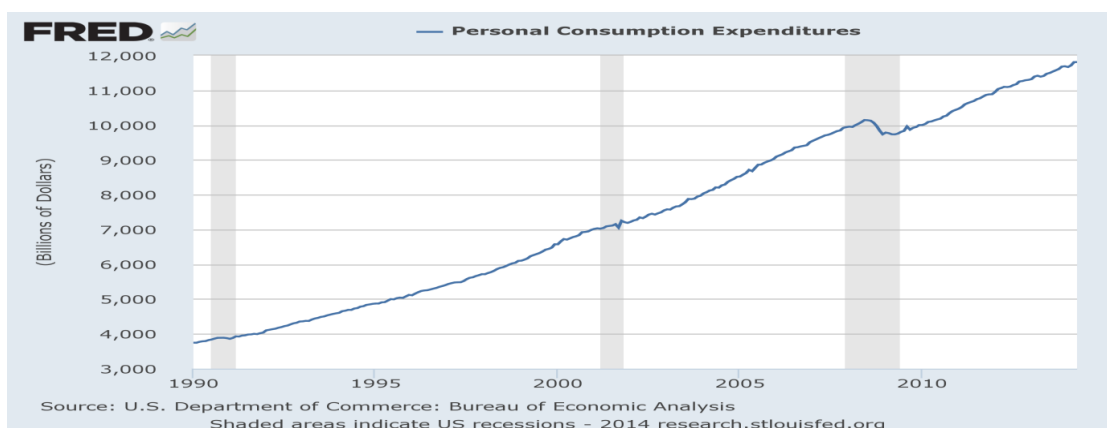
¹⁶ Sivé stĺpce v grafoch označujú obdobie recesie.



Obr. 4 Vývoj osobnej miery úspor v %

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Miera osobných úspor domácnosti počas sledovaného obdobia je charakteristická jej prevažne klesajúcou tendenciou v celej jej dĺžke s výnimkou období recesie a zotavovania ekonomiky. Podľa prirodzených zákonitostí viedol pokles úspor aj k dlhodobému nárastu výdajov na spotrebu domácnosťami. Tento jav možno pozorovať na ďalšom obrázku.



Obr. 5 Výdaje domácností na spotrebu v mld. USD

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Nízke úrokové sadzby podporovali nárast investičnej aktivity, resp. dochádzalo ku zvýšenému dopytu po úveroch (obrázok č. 6). Za situácie prirodzeného stavu na trhu, kde sa stretáva dopyt a ponuka po peňažných fondoch, by zvýšená investičná aktivita mala byť sprevádzaná zvýšenou mierou úspor a poklesom spotrebných výdajov. Lenže v prípade americkej ekonomiky došlo ku poklesu ponuky týchto peňažných fondov, čo znamená, že investície neboli financované reálnymi zdrojmi. Po prvých dvoch monetárnych resp. úverových expanziách sme mohli vždy sledovať výraznejší pokles miery úspor domácnosti pri zvýšenom dopyte po úveroch, čo by malo tlačiť na nárast úrokovej sadzby. Lenže tento jav, ktorý reflektoval stav na trhu Fed do úvahy nebral a v obdobiach monetárnej expanzie

boli zvolené úrokové sadzby príliš nízko a došlo tak ku tržnej diskoordinácii a chybnjej alokácii zdrojov. Na podnikateľov sa rútili dva rôzne typy protichodných signálov. Na jednej strane pokles úspor sprevádzaný nárastom spotreby a na druhej strane nízke úrokové sadzby. Prvý signál dáva jednoznačne najavo, že realizované investičné projekty nebudú môcť byť úspešne dokončené, zatiaľ čo signál zo strany Fedu dáva spočiatku podnikateľom príležitosť pri nízkej úrokovej sadzbe realizácii a výnosnosti väčšiemu množstvu potenciálnych investícií. Investori samozrejme radšej brali do úvahy informácie smerujúce zo strany Fedu a dali tak vzniknúť z monetárnej expanzie umelej úverovej expanzii, ktorá absolútne nereflektovala situáciu na trhu.



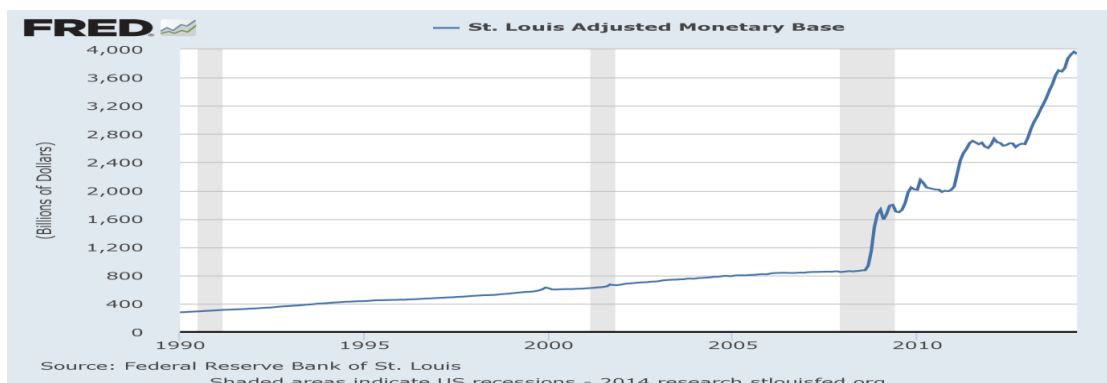
Obr. 6 Priemyslové a obchodné úvery v mld. US Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Centrálne banky spolu so systémom frakčného bankovníctva by mali byť hlavnými vinníkmi podieľajúcimi sa na vytvorení umelej úverovej expanzie a nasledujúceho reálneho hospodárskeho cyklu¹⁷. Empíriou z predchádzajúcej časti potvrdili „manipulovanie“ Fedu s hlavnou úrokovou sadzbou, ktoré spôsobilo nerovnováhu na trhu s peňažnými fondmi a dalo tak priestor financovaniu investičných projektov z nereálnych zdrojov. Ako poukazuje Garrison (2000) ABCT je teóriou neutržateľného rastu (boomu), ktorý vydrží len pokiaľ ho bude centrálna banka priživovať. Fed boom priživoval uvoľnenou monetárnou politikou¹⁸ (vid'. obr. 7) a ako môžeme sledovať na ďalšom grafickom zobrazení úspešne pumpoval peniaze do ekonomiky. K dispozícii máme za sledované obdobie vývoj peňažnej bázy (MB = hotovostné obehivo + celkové rezervy bánk) a menových agregátov M1 („Narrow Money“), M2 (M1 + termínované účty) a M3 („Broad Money“). Menová báza sa od ro-

¹⁷ Podľa ABCT ku skutočnému hospodárskemu cyklu dochádza pri pomýlení všetkých ekonomických agentov a ich chybnjej alokácii zdrojov.

¹⁸ Je dôležité podotknúť, že Fed na realizáciu uvoľnenej menovej politiky nevyužíva len konvenčné nástroje, ale taktiež aj nekonvenčné, ako napríklad QE, operácia TWIST a iné. Tieto nekonvenčné nástroje pumpovania likvidity do ekonomiky využíval Fed hlavne po roku 2008.

ku 1990 zvýšila o takmer 1000% a dnes je tak v obehu a v podobe bankových rezerv okolo 4 tis. biliónov USD.

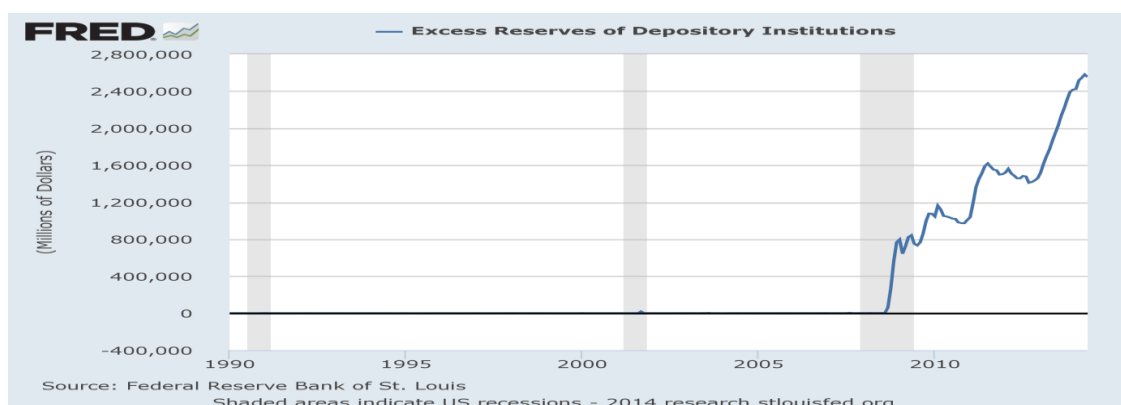


Obr. 7 Vývoj Menovej bázy

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Keďže agregovaný aparát menovej bázy sa skladá z obeživa a celkových bankových rezerv, tak bude vhodné sa pozrieť aj na vývoj prebytočných bankových rezerv, ktoré banky z určitých dôvodov držia a nepúšťajú do obehu v podobe úverov alebo iných finančných inštrumentov. Október 2008 a Emergency Economic Stabilization Act, ktorý oprávňoval Fedu zákonne vyplácať úroky z bankových rezerv čiastočne zmenil chápanie vo vzťahu medzi bankovými rezervami a ponukou peňazí. Do septembra 2008 od začiatku 90tych rokov nemali zmeny v bankových rezervách takmer žiadny dopad na celkovú ponuku peňazí. Bankové rezervy sa v tomto období pohybovali na úrovni 45 mld. USD zatiaľ, čo ponuka peňazí neustále stúpala.

Tento fakt možno vysvetliť pomocou zmeny v regulácii zo strany Fedu na počiatku 90tych rokov, kedy bolo umožnené komerčným bankám jednoducho povedané zvyšovať depozitá bez ohľadu na objem rezerv. Možno teda tvrdiť, že do roku 2008 bola väčšina ponuky peňazí vytvorená prevažne komerčnými bankami. V októbri 2008 však prichádza pre Fed zaujímavý nástroj pre odstránenie prípadných deflačných tlakov a tým je vyplácanie úrokov z bankových rezerv. V prípade, že by Fed chcel zvýšiť FFR (Federal Funds Rate) bez toho, aby muselo dôjsť ku výraznej kontrakcii peňažnej ponuky, tak mu stačí zosúladiť sadzby úrokov z rezerv a FFR. V prípade, že by tento nástroj k dispozícii nemal, tak by pri súčasnom objeme bankových rezerv, kedy sa efektívna sadzba pohybuje na nule musel výrazne znížiť ponúkaný objem peňazí, ak by chcel zvýšiť FFR. Fed tak sa tak zhostil veľmi zaujímavého nástroja na kontrolu ponuky resp. zvyšovanie množstvo peňazí v obehu.

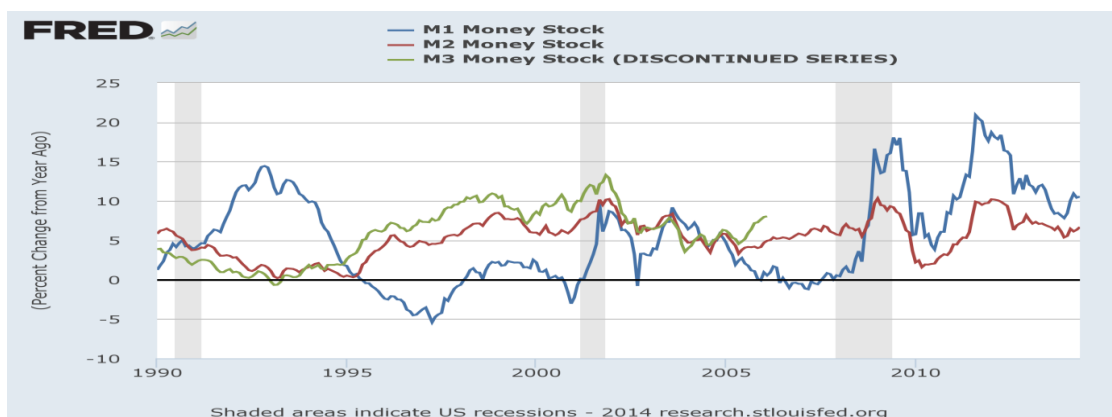


Obr. 8 Vývoj prebytočných rezerv vkladových inštitúcií v mld. USD

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Ako som poukázal v predošlom priebehu, tak menová báza sa neustále zvyšuje a po roku 2008 sa nepodieľajú na tvorbe peňažnej ponuky už len výrazne komerčné banky, ale taktiež aj Fed s jej nástrojom na reguláciu FRR pomocou kladného úroku z rezerv. Zaujímavý pohľad určite môžu poskytnúť aj jednotlivé menové agregáty¹⁹. Je samozrejmé, že objemy M1, M2 a M3 menových agregátov sa v sledovanom období výrazne zvyšovali.

¹⁹ Keďže sa pohybujem v analýze hospodárskeho cyklu z rakúskeho pohľadu určite bude vhodné na tomto mieste doplniť rozdiel v mainstreamovom a rakúskom pohľade na peniaze resp. jednotlivé peňažné agregáty. MB, M1, M2 a M3 vychádzajú z pohľadu hlavného prúdu pojmia peňazí, rakúsky koncept peňažnej zásoby (true money stock) vychádza z chápania peňazí ako všeobecne prijímaného prostriedku výmeny. Peniaze sú nasledovne delené na peniaze v užšom zmysle (štátne bankovky alebo v prípade zlatého štandardu zlato) a peniaze v širšom zmysle, čo sú v podstate poukážky na peniaze v užšom zmysle. Aby bolo možné z rakúskeho pohľadu nadefinovať peňažnú zásobu, tak je potrebné vopred posúdiť, či dané inštrumenty korešpondujú s danou definíciou peňazí. (Salerno 1987)

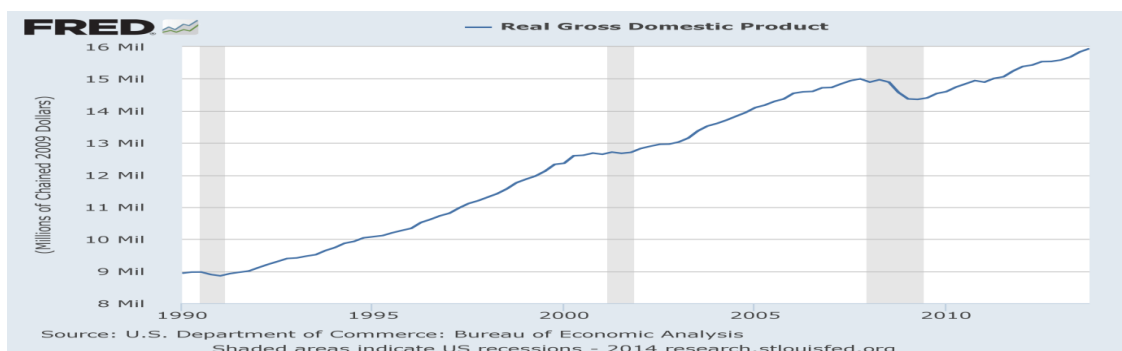


Obr. 9 Menové agregáty M1, M2, M3 (len do roku 2006, potom sa prestal zaznamenávať)
Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Čo môže na prvý pohľad najviac zaujať v grafickom zobrazení vývoja menových agregátov je výrazný nárast agregátov M1 a M2 v období snahy o oživenie ekonomiky z recesie pomocou rôznych netradičných monetárnych politík, keďže tieto tie štandardne už neboli dostatočne efektívne.

Povinné minimálne rezervy (PMR) sú jedným z nástrojov, ktoré môže centrálna banka využívať v snahe o reštriktívnu alebo expanzívnu úverovú politiku. Tento nástroj nie veľmi populárnym a FED ani nemenil percentnú sadzbu PMR. Avšak menil čiastku, z ktorej sa rezervy počítajú a to v expanzívnom pojatí dopadu tejto zmeny na množstvo peňazí smerujúcich do ekonomiky.

Expanzívnu monetárnu politiku FEDu po roku 2000 možno vysvetliť aj pomocou nasledovného grafického zobrazenia HDP, ktoré v dôsledku splasnutia internetovej bubliny začalo výrazne stagnovať. FED zareagoval podľa očakávaní a úroková sadzba klesala až na úroveň 1% v roku 2003.



Obr. 10 Vývoj HDP v mil. dolárov

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

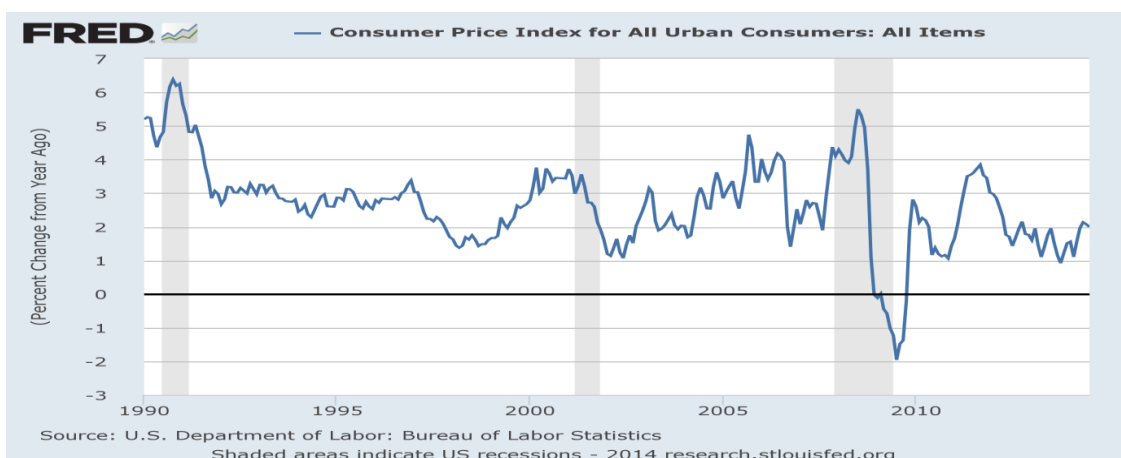
Podobný priebeh nasledoval aj po splasnutí realitnej bubliny, na ktorú podľa očakávaní FED zareagoval opätovným znížením úrokovej sadzby až na súčasných 0,25 % s cieľom oživiť upadajúcu ekonomiku.



Obr. 11 Vývoj nezamestnanosti v %

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

S pohľadom na celkový vývoj nezamestnanosti nás určite nejako obzvlášť neprekvapí jej priebeh vzhľadom na vývoj ekonomiky v danom sledovanom období. V jednotlivých obdobiach recesie a jej pretrvávajúcich dopadov v čase oživovania sa výška nezamestnanosti výrazne zvyšovala. Na otázku prečo sa nezamestnanosť vo fáze oživovanie ekonomiky nedostala na svoju predchádzajúcu úroveň môže poskytnúť odpoveď dynamické pojetie phillipsovej krivky z rakúskeho pohľadu. Taktiež v tom smere a celkovo aj ku potrebám tejto práce viac napomôžu empirie vývoje nezamestnanosti v rôznych odvetviach v závislosti na ich vzdialenosti od konečnej spotreby.



Obr. 12 Vývoj CPI (cenová inflácia) v % zmene

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Neprekvapujúci priebeh počas sledovaného obdobia prináša aj CPI index. Ceny komodít boli počas boomu tlačené smerom nahor a tento stav pretrvával aj do určitej fázy v období ekonomického poklesu. Následne ceny statkov registrovaných v indexe CPI výrazne a prudko klesali vid'. všetky obdobia recesia v grafickom zobrazení vývoja tohto indexu. Podľa teórie ABCT je príčinou rastúcej cenovej hladiny je chýbajúca medzičasová substitúcia spotreby, keďže pri presmerovaní zdrojov do ranných fáz výroby v období boomu nedochádza k poklesu dopytu po spotrebných tovaroch a pri nemennej ponuke logicky dochádza ku rastu týchto cien.

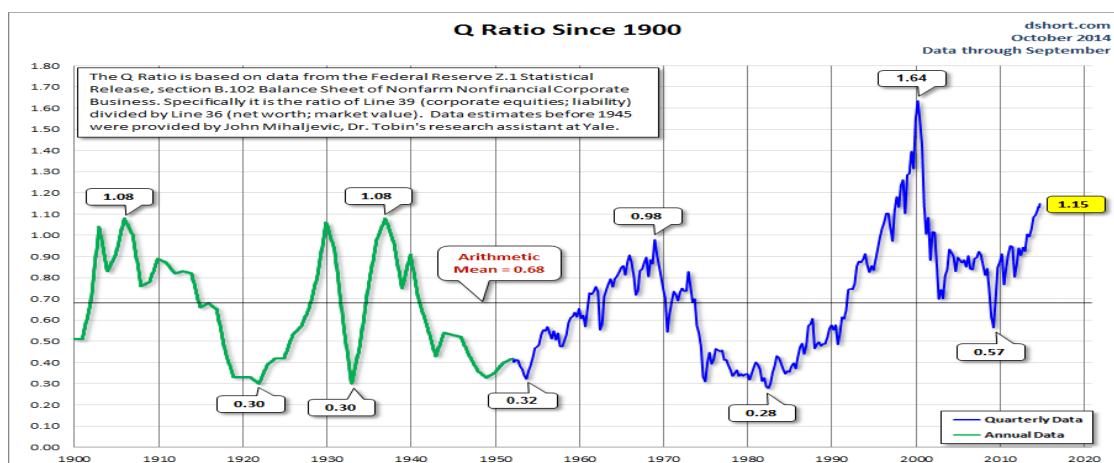


Obr. 13 Vývoj hlavných akciových indexov

Zdroj: Federal Reserva Bank of St. Louis

Akciové trhy sa počas rastovej fázy hospodárskeho cyklu stávajú významným útočiskom pre novo nasmerované peniaze a ako môžno sledovať, tak pred príchodom poklesu a spomalením americkej ekonomiky výrazne rástli s nasledujúcim prudkým poklesom. Pozorované sú dva najsledovanejšie indexy akciových trhov SP500 a Dow Jones Industrial Average (DJIA).

Akciové trhy sa aj dnes nachádzajú v situácii, kedy ich veľmi výrazný rast by mohol predpovedať veľmi bolestivý pád. Na podporu tejto argumentácie by nám ďalej mohol byť nápomocný tzv. Tobinov Q pomer. Tento ukazovateľ je indikátorom nereálneho nadhodnotenia akciových trhov, keďže dáva do pomeru tržnú hodnotu firiem a ich aktíva.



Obr. 14 Vývoj Tobinovho Q indexu

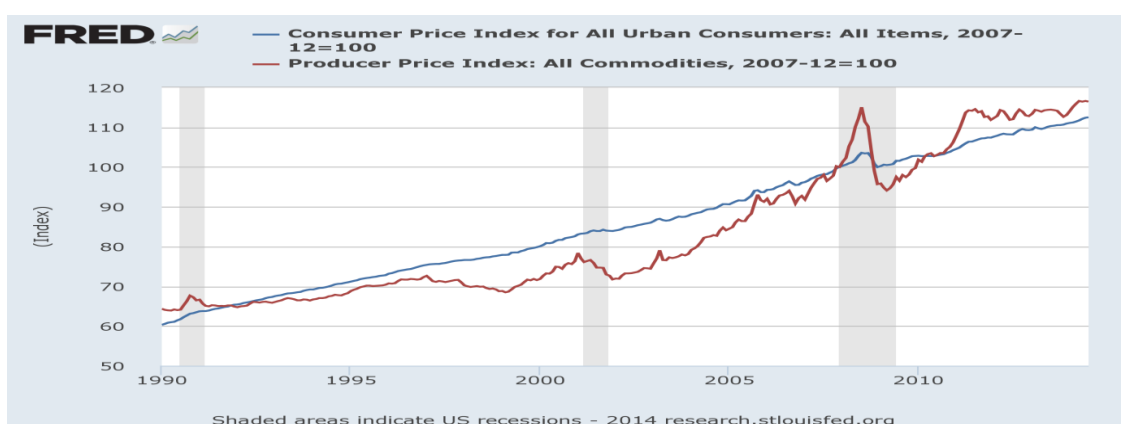
Zdroj: <http://www.advisorperspectives.com/dshort/updates/Q-Ratio-and-Market-Valuation.php>

Na grafickom zobrazení historického priebehu a vývoja tohto indikátoru vidno, kde sa nachádzala hodnota Tobinho Q pomeru predtým ako splásla internetová bublina v roku 2001. Vtedy bola dosiahnutá historicky najvyššia hodnota tohto ukazovateľa a v súčasnosti po predchádzajúcej finančnej a hospodárskej kríze sa nachá-

dza dané hodnotové vyjadrenie opäť vo výrazne nadhodnotenom pomere, ktoré by mohlo byť alarmujúce vzhľadom ku všetkým v doterajšom priebehu identifikovateľným faktorom rastovej fázy hospodárskeho cyklu.

4.2 Typické príznaky jednotlivých fáz hospodárskeho cyklu podľa ABCT

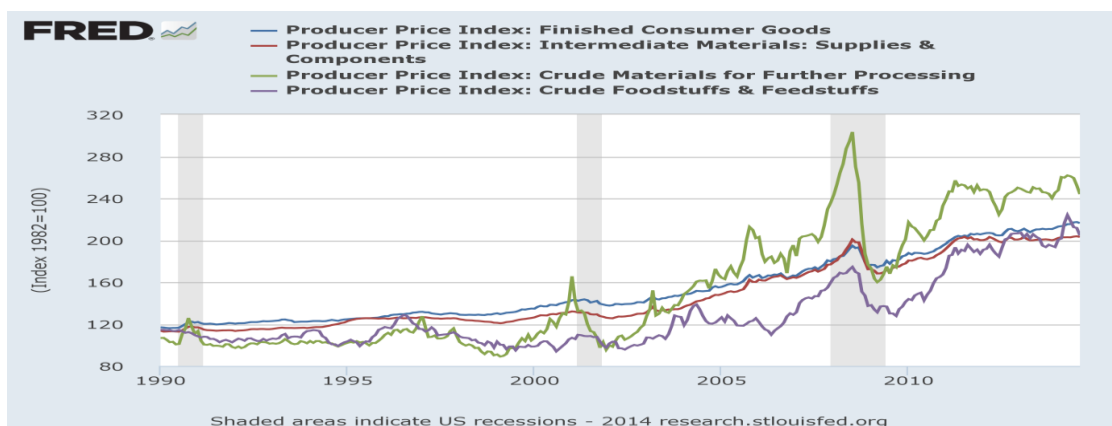
V nasledujúcej podkapitole budú v súlade s teoretickými poznatkami vtáhujuúcimi sa ku konceptu ABCT, v tomto prípade podľa jednotlivých príznakov identifikovaných Huertom de Sotom (2004), sledované jednotlivé sprievodné javy skutočného hospodárskeho cyklu.



Obr. 15 Vývojová komparácia CPI a PPI indexu

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

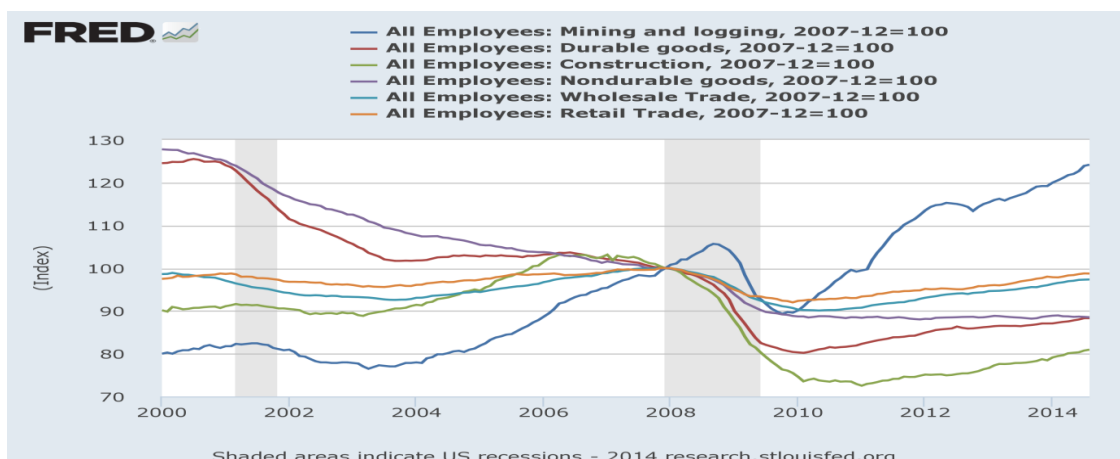
Z pohľadu Huerta de Sotovej (2004) identifikácie jednotlivých fáz hospodárskeho cyklu je možné s pomocou vyššie zobrazeného grafického zobrazenia definovať prvé dve symptómy, ktoré sa viažu na rastovú fázu hospodárskeho cyklu. Prvý príznak definovaný ako dočasný nárast cien pôvodných faktorov výroby je možné stotožniť s indexom PPI, keďže jednotlivé komodity patriace do tohto súboru spadajú do pôvodných spôsobov výroby (prírodné zdroje). Druhým charakteristickým príznakom je nárast spotrebiteľských cien v tomto prípade meraných pomocou indexu CPI. To čo je viditeľné na grafickom vyobrazení relevantne odpovedá teoretickým pokladom. Výrobné ceny v jednotlivých fázach zaznamenávajú výrazné výkyvy, zatiaľ čo, v prípade spotrebiteľských cien je to v relatívnom vyjadrení pozvoľný priebeh v pomerne stabilnom tempe za sledované obdobie. V období po kríze z roku 2001 rástol CPI pomerne stabilne v relatívnom porovnaní s PPI, ktorý podľa predpokladov do roku 2008 prudko rástol s pomocou uvoľnenej menovej politiky centrálnej banky. V súčasnosti výrobné ceny opäť výrazne predstihujú vo svojom raste ceny spotrebných statkov a podporujú identifikáciu súčasnej rastovej fázy hospodárskeho cyklu americkej ekonomiky.



Obr. 16 Vývoj PPI indexov podľa výrobnéj fázy

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Ďalej na podporu predchádzajúceho tvrdenie pridáme cenové indexy výrobných statkov v závislosti na ich vzdialenosti od konečnej spotreby. Ceny nespracovaných surovín podľa predpokladu rástli najvýraznejšie spomedzi sledovaných. Ďalej nasledovali ceny nespracovaných potravín a krmív, medziprodukty a nakoniec ceny spotrebných tovarov. Čím sa iba ďalej potvrdzuje správnosť predpokladov ABCT.



Obr. 17 Vývoj zamestnanosti v závislosti na výrobnéj fáze odvetvia

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

V tejto časti bude potrebné pre naše potreby si nejako vhodne a prehľadne rozdeliť jednotlivé odvetvia v závislosti na ich vzdialenosti od konečnej spotreby. Jednotlivé ekonomické sektory chápané ako výrobné fázy si teda zoradíme od najrannejších až po najneskoršie fázy: ťažba nerastných surovín, výroba trvanlivých statkov (stroje), stavebníctvo, výroba netrvanlivých tovarov (obaly), veľkoobchodný predaj, maloobchodný predaj. Keďže identifikácia 3 a 6 symptómu podľa Huerta de Sota v podobe účtovných ziskov u firiem v neskorších fázach a účtovných strát v ranných fázach je značne problematická, preto využijem na tento účel práve vývoj zamestnanosti v sledovaných odvetviach. Dá sa predpokladať, že vo fázach,

kedy firmy realizujú zisky budú rozširovať svoje kapacity a najímať väčšie množstvo zamestnancov a vice versa. Najvyššie straty v zamestnanosti počas poslednej krízy podľa predpokladu realizoval realitný sektor a výroba trvanlivých tovarov, zatiaľ, čo veľkoobchodný a maloobchodný sektor neprepúšťali v takom rozsahu. V najrannejšej fáze výroby resp. v sektore ťažby nerastných surovín dochádzalo k rastu zamestnanosti aj po roku 2008, čo je možné vysvetliť s pomocou vývoja vyššie sledovaných výrobných cien a tzv. komoditného boomu. Pri identifikácii súčasnej fázy hospodárskeho cyklu sledujeme opätovný nárast zamestnanosti vo všetkých sektoroch.

4.3 Situácia na trhu s nehnuteľnosťami

Realitný trh, ktorý je chápaný podľa potrieb tohto empirického výskumu ako odvetvie nachádzajúce sa ďalej od konečnej spotreby bude potrebné v prípade americkej ekonomiky preskúmať pomerne bližšie. Preto nasledujúcej časti budú priblížené niektoré pre zaujímavé ukazovatele z tohto odvetvia. Začnem grafickým vyobrazením vývoja úrokových sadzieb z 30-ročných hypoték. Ako možno sledovať úrokové sadzby sa vyvíjali v prospech žiadateľov o hypotéky a výrazný podiel na ich klesajúcom vývoji mala samozrejme aj okrem iného uvoľnená menová politika Fedu.



Obr. 18 Vývoj úrokových sadzieb 30-ročných hypoték

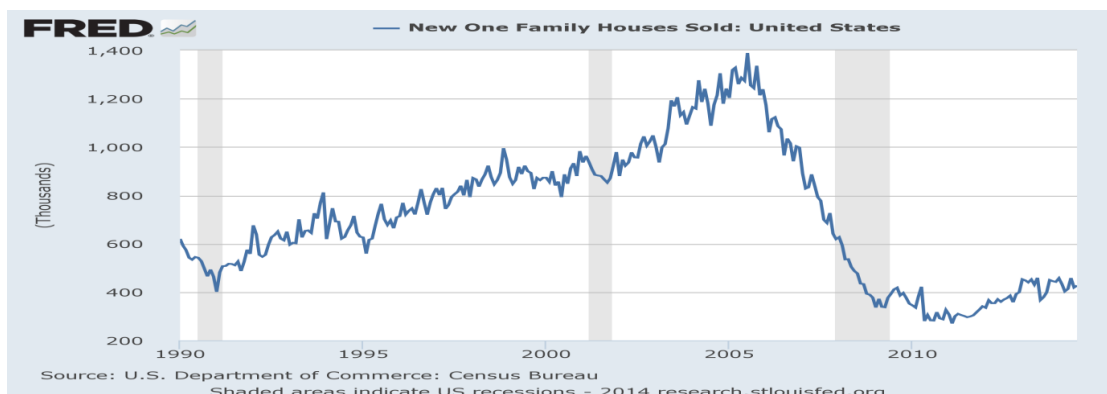
Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Psychologická podpora v prospech výraznejšieho dopytu po nových domoch a možnosti tak skutočne realizovať „americký sen“ každému občanovi, bez ohľadu na jeho reálnu finančnú dostupnosť prichádzala aj zo strany americkej vlády²⁰. Uvoľnenie podmienok pre poskytovanie úverov aj pre menej bonitných klientov a nízko-príjmové skupiny obyvateľstva spolu s existenciou sekundárneho hypotečného trhu²¹ boli jednými z hlavných spúšťačov nafukovania realitnej bubliny. Na-

²⁰ Napr. Community Reinvestment Act (1977).

²¹ Pološtátne finančné agentúry ako Fannie Mae, Freddy Mac a Ginnie Mae odkupovali od komerčných bánk hypotéky, z ktorých väčšina boli zastavená nesolventnými klientmi.

sledujúcom grafickom zobrazení možno sledovať spomínaný zvýšený dopyt resp. výstavbu nových domov v spomínanom období „uvoľnených menových podmienok“ a úverovej expanzie.

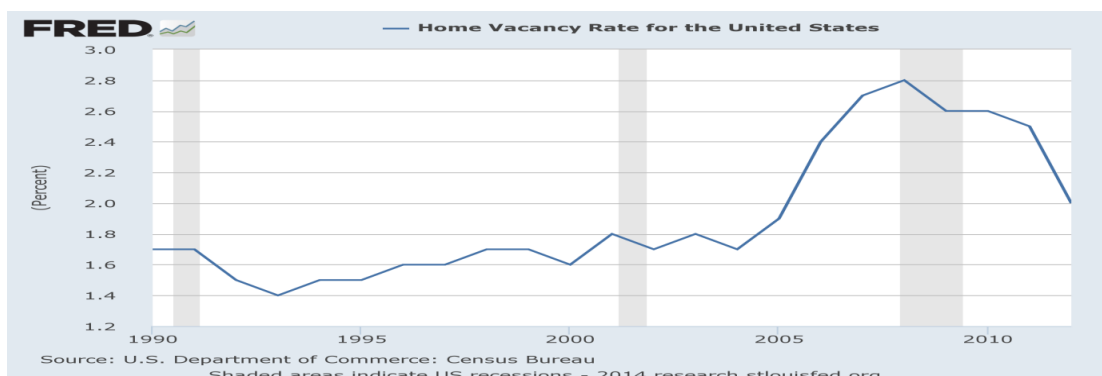


Obr. 19 Vývoj počtu nových rodinných domov v tis.

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

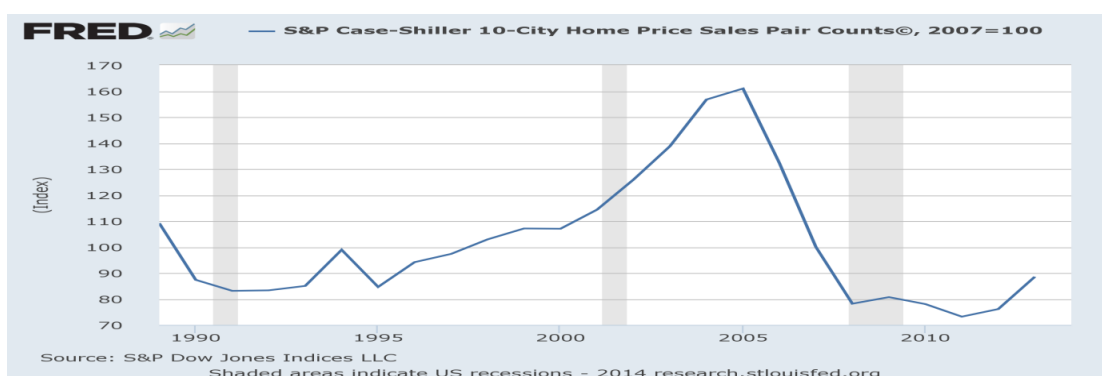
Výrazným problémom v prifúkavaní do realitnej bubliny a sprievodným rastom cien na tomto trhu sa stal nový spôsob financovania záväzkov domácností. Keďže na trhu existovala vysoká dôvera²² a ceny neustále stúpali domácnosti začali prostredníctvom nákupu realít financovať svoje dlhy. V tomto prípade možno využiť identifikovaný teoretický predpoklad o Minskyho ultrašpekulatívnom financovaní dlhov vo viere v rastúci trh a z neho plynúce potenciálne výnosy. Rastúci realitný trh možno sledovať na grafickom zobrazení Case-Shillerovho indexu, ktorý výrazne rástol až do roku 2005 a dôsledky ultrašpekulatívneho financovania v enormnom náraste počtu neobsadených domov, ktoré smerovali až ku 3%. Po finančnom kolapse však mal tento pretrvávajúci trend relatívne vysokej neobsadenosti domov iný charakter a to v podobe straty zástav (domov) nesolventných domácností.

22 Vid'. spomínaná vládna podpora hypotečných úverov.



Obr. 20 Vývoj opustenosti domov v %

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis



Obr. 21 Cenový index nehnuteľností v 10tich najväčších mestách

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Je veľmi dôležité pochopiť, že zárodoky vznikajúcej bubliny na hypotečnom trhu neboli spôsobené len politikou v oblasti poskytovania úverov a sekundárnym trhom a výraznou dereguláciou v oblasti jednotlivých finančných inštrumentov, ale tak isto aj opätovne nerelevantným pokusom o oživenie ekonomiky po spl'asnutí dot.com bubliny s pomocou uvoľnenou menovou politikou od roku 2001 do roku 2004 (pokles FFR až na úroveň 1%). V súlade s ABCT, tak nemohlo dôjsť ku dostatočnému odstráneniu chybných investícií a nízka úroková miera opäť vypustila medzi ekonomické subjekty chybné signály. Na základe spomínaného teoretického podkladu by som označil obdobie po spl'asnutí bubliny a následne znižovanie úrokovej sadzby, ktoré využívali subjekty na refinancovanie existujúcich a financovanie nových investícií, ako tzv. obdobie špekulatívneho financovanie investícií podľa Minskyho. Špekulatívne financovanie subjektov tak predchádzalo ultrašpekulatívnemu a spoločným spôsobením prispeli k vytvoreniu ďalšej bubliny a po internetovej to bola tento krát realitná, ktorá následne spôsobila celosvetový finančný kolaps.

4.4 Záver identifikácie priebehu hospodárskeho cyklu USA podľa ABCT

V tejto časti som sa pokúsili o identifikáciu súčasného stavu americkej ekonomiky resp. jej pozície v rámci hospodárskeho cyklu podľa ABCT. Z pohľadu celkovej konštrukcie tejto práce je prevedená analýza dôležitá pre pochopenie teoretického konceptu ABCT s aplikáciou na príklade reálnej ekonomiky, vzhľadom ku jeho využitiu pri analýze identifikácie jednotlivých deflačných javov v Japonskej a Čínskej ekonomike.

Najskôr bola použitá analýza priebehu jednotlivých všeobecných makroekonomických agregátov v sledovanom období, kde sme mohli s využitím poznatkov z predchádzajúceho hospodárskeho cyklu identifikovať súčasnú rastovú fázu v rámci hospodárskeho cyklu, ktorá v ABCT odpovedá fázy boomu. Príznačnými sa v tomto pojatí výrazne javí nerovnováha na trhu zapožičiavaných fondov, rast HDP, pokles nezamestnanosti a rastúce akciové trhy nepodložené reálnymi faktormi (vid'. Tobin Q index) spolu s narastajúcim objemom menových agregátov. Z pohľadu de Sotových príznakov sme mohli identifikovať s pomocou jednotlivých PPI indexov nárast cien tých komodít, kde podľa predpokladu rýchlejšie najrýchlejšie rastú ceny nespracovaných surovín a krmív. Ďalším príznačným symptómom sú rastúce spotrebiteľské ceny a relatívne vyššie realizované zisky (merané pomocou zamestnanosti v týchto odvetviach) v odvetviach rannej výrobnéj fázy. Stav realitného sektora, ktorý bol miestom kam bola väčšina nesprávnych rozhodnutí ekonomických subjektov nasmerované vo vrcholovej fáze boomu a kde aj tým pádom bust udrel najsilnejšie, v súčasnosti nenasvedčuje tomu, že by sa mala na ňom opakovať situácie z roku 2007. To však vzhľadom na postavenie tohto sektora vo výrobnom procese a stave ostatných sledovaných a identifikovaných ukazovateľov nezaručuje jeho stabilitu v blízkej budúcnosti.

5 Ekonomická situácia Japonska v 90tych rokoch

Pred tým ako sa pustím do analýzy deflačnej situácie japonskej ekonomiky 90. rokov bude vhodné identifikovať stav, v ktorom sa japonské hospodárstvo v tomto období nachádzalo, ako aj jednotlivé kroky, ktoré učinili japonské centrálné inštitúcie (BoJ, vláda) a mali značný dopad na vývoj situácie v 90tych rokoch.

Začnem s deliberalizáciou japonského finančného systému z konca 70tych rokov. Otvorenie domáceho trhu zahraničným finančným inštitúciám spolu s liberálnejším prístupom finančných inštitúcií ku vyhodnocovaniu, monitorovaniu a spoplatneniu nových úverov boli jedny z dôsledkov liberalizácie zo 70tych rokov ako aj jednými z príčin následkov deregulácie finančného trhu na počiatku 80tych rokov. Treba poznamenať, že BoJ sa snažila v tomto období a to značne úspešne o stabilizáciu cenovej hladiny a ruka v ruke v s otvorenejším finančným sektorom sa Japonsko stalo významným svetovým veriteľom (Cargill, Sakamoto 2008). Pozíciu atraktívneho investičného „prístavu“ pre domáci, ale aj zahraničný kapitál si japonská ekonomika vydržiavala aj pomocou neustáleho posilňovania domácej meny.

Problémom vtedajšieho japonského finančného sektoru bola existencia niektorých pretrvávajúcich znakov predošlého finančného systému. Príkladom je pistenie bankových vkladov štátom, ktoré vytvorilo priestor pre morálny hazard na strane bankového sektoru a to z dôvodu štátneho ručenia za vklady depozitárov, čo vyústilo samozrejme k poskytovaniu pôžičiek aj veľmi rizikovým zákazníkom (Krugman 1998). Spolu s vysokou mierou úspor a uvoľnenou menovou politikou BoJ bola dereguláciou finančného trhu príčinou vzniku akciovej a realitnej bubliny v druhej polovici 80tych rokov. Rastúce ceny jednotlivých aktív podporovali vznik ďalších úverov, keďže tieto podkladové aktíva začali slúžiť ako zástavy pre jednotlivé úvery a stali sa tak dostupnejšími.

Pokračovať budem prvou historickou dohodou centrálnych bánk ohľadom spolu-koordinovanej intervenčnej politiky na menových trhoch, kedy dochádza okrem iného ku globalizácii ekonomík, ktoré vo svojej podstate súhlasili so vzájomným so synchronizáciou ich národných ekonomík. Dohoda z roku 1985 mala názov Plaza Accord a zúčastnenými stranami boli krajiny vtedajšieho východného Nemecka, Francúzska, Veľkej Británie, Spojených Štátov Amerických a Japonska. Cieľom tejto dohody bola devalvácia dolára na úkor revalvácie mien ostatných krajín. USA v danom období zažívali rast HDP, ale v rámci zahraničného obchodu realizovali v platobnej bilancii obchodný deficit. Úplne opačnú situáciu zažívali európske krajiny a Japonsko, ktoré realizovali obchodné prebytky a pokles HDP. Aj keď na jednej strane bolo možné považovať realizáciu zásahov na menových trhoch za úspešnú, problémom bola presahujúca deprecia dolára nad požadovanú úroveň a podobne to bolo aj v prípade zhodnotenia japonskej meny. Na výrazne sa zhodnocujúci len narážali hlavne japonskí exportéri a to aj napriek faktu, že doposiaľ dokázali exportovať aj s postupne posilňujúcou menou.

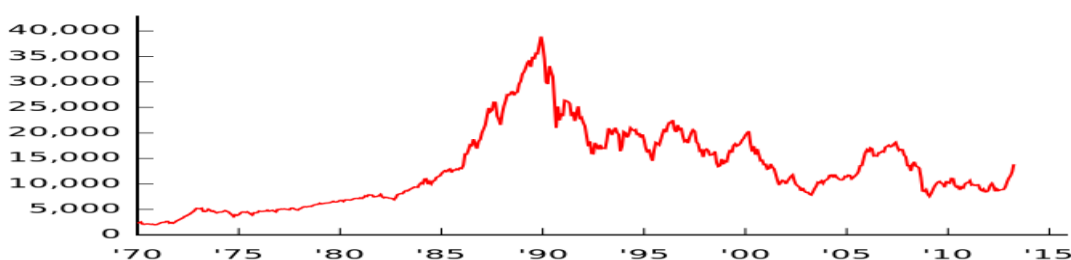


Obr. 22 Vývoj menového kurzu USD/JPY

Zdroj: research.stlouisfed.org

Na grafickom zobrazení možno sledovať vývoj hodnoty yenu voči americkému doláru, ktorý v sledovanom období neustále posilňoval (aprecioval). Práve po spomínanej Plaza Acord dohode jen posilnil ešte výraznejšie svoju hodnotu. V septembri 1985 to bolo 242 USD/JPY, o rok na to už 153 a do roku 1988 to bolo takmer 120 USD/JPY. Reakciou BoJ na takéto výrazne posilnenie jenu bola neprekvapujúca voľba uvoľnenej menovej politiky a pokles úrokovej sadzby (v prípade BoJ podobne ako pri Fede to je sadzba podmieňujúca „overnight“ peňažné operácie) z úrovne 5 % na 2,5 % medzi rokmi 1986 až 1987.

Príčinou vysokých obchodných prebytkov, ktoré realizovalo Japonsko v 80tych rokoch bola jej pozícia tzv. „ekonomického tigra“. Pozíciu svetového lídra vo viacerých odvetviach nadobudli vďaka kvalitnejším výrobkom, vyššej produktivity práce a disponovaním pokročilejších technológií v porovnaní s konkurenciou na trhu a prebytkovej obchodnej bilancii nebránilo spočiatku ani spomínaný posilňujúci jen. Japonsko ako dominujúci exportér realizovalo vyššie príjmy z daných obchodných prebytkov, avšak problémom v tomto prípade ako uvádza napr. M. Baláž (2013) bola vysoká miera úspor japonských domácností vyplývajúca z charakteristického rysu japonskej šetrnosti. Vysoká miera úspor následne stlačila reálne úrokové sadzby až do záporných hodnôt a vytvorila podmienky pre dostupnejšiu ponuku úverov. Následkom týchto dvoch „javov“ bol výrazne zvýšený dopyt po diferencovaných aktívach (akcie, nehnuteľnosti, umelecké diela a iné), ktorý bol vysoko špekulatívneho charakteru. Nič tak nebránilo na ceste vytvorenia obrovskej bubliny, ktorá po splasnutí zasiahla viacero sektorov súčasne. Po splasnutí bubliny nastáva podľa širokej verejnosti obdobie (ako poukážem v ďalšom priebehu nasledujúce obdobie neboli v porovnaní s ostatnými rozvinutými krajinami až tak stratené ako sa o nich hovorí) tzv. „stratenej dekády“ (lost decade). Splasnutie vytvorenej bubliny podmienila BoJ reštriktívnou politikou z obavy z inflačných tlakov a zvýšila diskontnú sadzbu v priebehu roka od mája 1989 do augustu 1990 z 2,5 % na 6 % (Cragill, Sakamoto 2008).

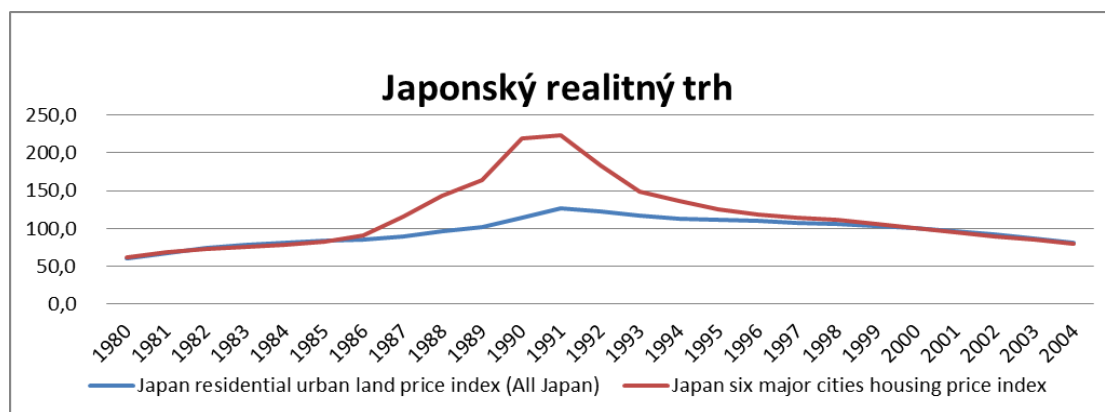


Obr. 23 Vývoj Nikkei 225 indexu

Zdroj: boj.or.jp

To akých rozmerov dosiahla nafukujúca sa akciová bublina s jej nasledujúcim splasnutím vidíme na grafe vývoja hodnoty akciového indexu Nikkei 225. Ceny akcií ešte aj v súčasnosti výrazne zaostávajú za maximálnou hodnotou, ktorú index dosiahol na svojom vrchole. Na nasledujúcom grafickom vyobrazení možno sledovať vznik ďalšej cenovej bubliny, za ktorej zrodením stála taktiež uvoľnená menová politika v kombinácii s dereguláciou finančného systému a investíciami špekulatívneho charakteru. V Japonsku sa ceny nehnuteľností v priebehu 90tych rokov ustálili až na úrovni o skoro 90% nižšej ako bol realizovaný vrchol bubliny. Vývoj na trhu nehnuteľností a pozemkov bol značne podobný s vývojom akciové trhu. Rozdielom bol pokles cien, ktorý sa uskutočnil na tomto trhu až v roku 1991. Ako je možné vidieť, tak vrchol pred poklesom zaznamenal viac ako 4-násobok hodnoty zo začiatku 80tych rokov. Realitný trh však na rozdiel od akciového v nasledujúcom období nezaznamenal oživenie v podobe rastúceho trendu, ale práve naopak.

Prepad cien na trhu aktív nemal spočiatku zásadný dopad na reálnu ekonomiku. Práve naopak, keďže sa ceny bývania dostali na neúnosnú úroveň pre väčšinu domácností, tak takýto pokles cien nehnuteľností a prenájmov bol chápaný ako určité pozitívum. Taktiež v období po prasknutí bubliny nebol zaznamenaný podstatný pokles v spotrebných výdajoch alebo realizovaných investíciách.



Obr. 24 Vývoj cenového indexu japonského trhu s nehnuteľnosťami (2000=100)

Zdroj: reinet.or.jp

Po hospodársky najdôležitejších udalostiach 80tych rokov, ktoré som v predchádzajúcej časti zhrnul bude nasledovať analýza obdobia 90tych rokov,

ktoré sú považované za „deflačné“ a taktiež odštartovali spomínané obdobie stratennej dekády.

5.1 Alternatívne pohľady na príčiny japonskej deflačnej situácie

Najskôr uvediem a priblížim rôzne pohľady identifikované v rámci analýzy japonskej situácie mimo rakúskeho pohľadu, ktoré budú následne porovnané. Začnem s ekonómami, ktorí na ekonomickú stagnáciu nazerali pomocou sledovania priebehu efektívnosti japonskej ekonomiky. V tomto význame je meraná efektívnosť pomocou tzv. total factor-productivity (TFP). Významnými faktormi, ktoré ovplyvňujú celkovú hodnotu TFP sú v práci Kehoea a Prescottta (2002) uvedené napríklad stav bankového systému, otvorenosť ekonomiky, miera regulácie priemyslu alebo technologické inovácie. Práve hodnota japonského TFP v rokoch 1984 až 1991 rástla tempom 3 % ročne. Spomalenie na 0,3 % ročne prišlo po roku 1991, teda v období po páde akciového a realitného trhu. Veľkým problémom po splasnutí týchto bublín sa stali stratové japonské banky, ktoré disponovali zábezpekami v podobe znehodnotených nehnuteľností a ich ďalšia existencia bola možná len so štátnou výpomocou. Práve aj Kehoe a Prescott vidia veľký problém v neponechaní skrachovania nesolventných bánk a ich neefektívnom udržiavaní na trhu. Títo dvaja autori vo svojej práci pridávajú neefektívnosti bankového systému aj faktor trendu znižovania počtu odpracovaných hodín. Pracovná doba bola od roku 1988 až do roku 1993 postupne znížená až na 40 hodín týždenne z pôvodných 48.

Zmieniť môžem ďalej napríklad postoj ku japonskej situácii v podaní Bena Bernankeho (2002), ktorý videl najväčší problém v nedostatočne agresívnych krokoch proti deflačnej situácii v podaní fiškálnych a monetárnych krokoch, ktoré uskutočnila japonská vláda. Nedostatočné využitie nástrojov fiškálnej a monetárnej politiky bolo príčinou dlhodobejšieho trvania deflácie a tým pádom aj príčinou stagnácie ekonomiky. Tu by som sa však mohol zastaviť a možno s pánom Bernankem ohľadne nedostatočnosti učinенých fiškálnych a monetárnych krokoch, ktoré boli zrealizované nesúhlasit'. Medzi rokmi 1992 – 1995 bolo zavedených 6 programov vládnych výdavov v hodnote 65,5 trilióna jenov, dokopy počas 90tych rokov bolo odskúšaných 10 fiškálnych stimulov v hodnote 100 triliónov jenov a to bez výraznejšieho efektu, naopak s dôsledkom vytvorenia verejného dlhu vo výške 100% z HDP (B. Powell 2002). Riešenia tohto typu vládnych zásahov môžeme priradiť ku keynesiánskemu riešeniu krízy. Pretože sú ceny "sticky" teda rigidné nemôže prostredníctvom prispôsobenie cien smerom dole dôjsť ku návratu do rovnovážneho bodu, teda na úroveň potenciálu. Z toho dôvodu musia nasledovať vládne zásahy v podobe zníženia daní a zvýšenia vládnych výdavov na povzbudenie agregátneho dopytu a investícií. To čo preferujú keynesiáni je druhá možnosť. Ak zostaneme pri keynesiánskom vysvetlení, tak problémom z monetárneho pohľadu bola pozícia Japonska v tzv. pasci na likviditu. Podľa názorov zástancov tohto myšlienkového prúdu sa Japonsko ocitlo v tejto situácii a z toho dôvodu by malo byť realizované priame požičiavania do ekonomiky namiesto vytvorenia likvidity v bankovom sektore. Použitým nástrojom na realizáciu

tejto tohto druhu politiky bol Fiscal Investment and Loan Program (FILP), ktorý bol financovaný z japonských „post office saving accounts“. Problémom tohto vládneho pôžičkového programu bola nesprávna alokácia týchto finančných zdrojov do vládou preferovaného odvetvia stavebníctva bez ohľadu na spotrebiteľské preferencie a požiadavky trhu a ekonomických agentov. Paul Krugman (2001) hovoril o problematike neadekvátneho dopytu, resp. výroby, ktorá je nežiaduca, avšak problémom bola a aj je štruktúra výroby, ktorá nie je v zhode so spotrebiteľskými preferenciami. Pretože produkovať a ponúkať to čo nikto nechce nijakým spôsobom ekonomike nepomôže.

Ďalším názorovým pochodom je problematika vzťahu japonskej deflácie a dopytu po peniazoch. Podľa vypracovanej štúdie od Cargilla a Parkera (2004) zvýšený dopyt po peňažných zostatkoch o 5 až 10% spôsobil prítomnosť nerastúcich cien v japonskej ekonomike. Pri uvedení tejto identifikácii z dostupnej literatúry na danú tematiku môžeme prejsť v krátkosti na monetaristický pohľad príčin japonskej deflácie a stagnácie a ich návrhy riešenia. Neefektívna a nedostatočne uvoľnená menová politika ako aj neexistencia kontroly nad peňažnou ponukou (napr. medzi rokmi 1997-1998 BoJ výraznejšie zvýšila peňažnú bázu o 10 %, avšak menový agregát M3 sa zvýšil len o 3,5 %) sú z pohľadu tohto ekonomického smeru považované za primárne problémy. Peňažná kontrakcia a nárast úrokových sadzieb sú považované za príčinu kolapsu trhu spolu s následnou stagnáciou. V prípade pojatia japonskej problematiky z monetárneho pohľadu bol však výrazným stav japonské bankového sektoru. Bankový sektor, ktorý vlastnil veľké množstvo "zlých úverov", zástavy, ktoré po prepade na trhu znížili svoju hodnotu a banky sa tak namiesto požičiavanie vrhli do vytvárania dostatočnej likvidity a neboli tak ochotné požičiavať vo väčšej miere.

5.2 Rakúsky pohľad

Z pohľadu súčasnej definície deflácie bude opäť v nasledujúcom kontexte chápaná ako pokles všeobecnej úrovne cenovej hladiny meraný s pomocou agregovaných cenových indexov. Ak teda je obdobie 90tych rokov v Japonsku mnohokrát synonymicky spájané s deflačnou situáciou, tak si obyčajný človek predstaví, že ceny v tomto období neustále klesali a to až tak, že hrozilo roztočenie deflačnej špirály a neschopnosť japonskej ekonomiky sa vytrhnúť z okov hospodárskej stagnácie.



Obr. 25 Vývoj cenovej hladiny s pomocou CPI indexu (2010=100)

Zdroj: stlouis.fed.org

Ak bude sledovaný iba vývoj cenovej hladiny daného súboru spotrebiteľských košov, tak uvidíme, že japonská ekonomika zažívala, to čo by sme za podmienok zlatého štandardu mohli nazývať určitým druhom cenovej stability. Ceny padali počas obdobia klesajúcej fázy ekonomického cyklu alebo v prípade zvýšenej produktivity a naopak stúpali počas rastovej fázy hospodárskeho cyklu a v časoch výrazného rastu ceny ropy. Počas 90tych rokov bol zaznamenaný pokles indexu CPI len v rokoch 1995 a 1999 (následne však ceny padali aj ďalej v rokoch 2000, 2001). Z tohto uhľa pohľadu teda o nejakom deflačnom období hovoriť nemožno. Iný pohľad sa však môže naskytnúť, ak by sme sa pozreli na prácu Richarda C. B. Johnssona (2003), ktorý v analýze japonskej deflácie 90tych rokov (sledované bolo obdobie 1990 – 2001) využil sledovanie ukazovateľa GDR²³ (Gross Domestic Revenues namiesto HDP. Pri zohľadnení cenových indexov PPI a CPI je v nadväznosti na GDR, kde produkčné výdavky tvoria $\frac{3}{4}$ z jeho celkovej hodnoty relevantnejšie použitie práve ukazovateľa PPI ako celkový odraz cenovej hladiny. A práve pri pohľade na index PPI, jeho hodnota klesala vo všetkých rokoch s výnimkou roku 1997 a 2000. Ostáva nám teda iba rok 1997, kedy indexy PPI a CPI zároveň nadobudli kladnú hodnotu. Johnsson (2003) ďalej využíva Salernovu (2003) definíciu príčin klesajúcich cien ku identifikácii konkrétnych deflačných tlakov v jednotlivých rokoch sledovaného obdobia.

²³ Ten nezobrazuje len hrubé investície do fixných aktív, ale taktiež zohľadňuje aj hrubé investície do zásob spolu so s podnikovými výdavkami, ktoré sú realizované v danom roku ich vzniku. Tým pádom sa dostávame ku produktívnym výdavkom, ktoré sa teda značne odlišujú od hrubých investícií v ukazovateli GDP. Ďalším podkladom pre relevantnejšiu použiteľnosť ukazovateľa GDR je vzťah medzi PPI a CPI, ktoré môžeme vysledovať z rozloženia komponent GDR na výdavky na spotrebu a výdavky na výrobu. C+G a CPI teda porovnáme a B+NX (B = produktívne výdavky) a PPI. Zmeny vo vývoji cenových indexov sú teda vysvetlené pomocou jednotlivých typov výdavkov v rámci GDR.

Tab. 2 Vývoj ukazovateľov GDR, MS (M1), CPI a PPI

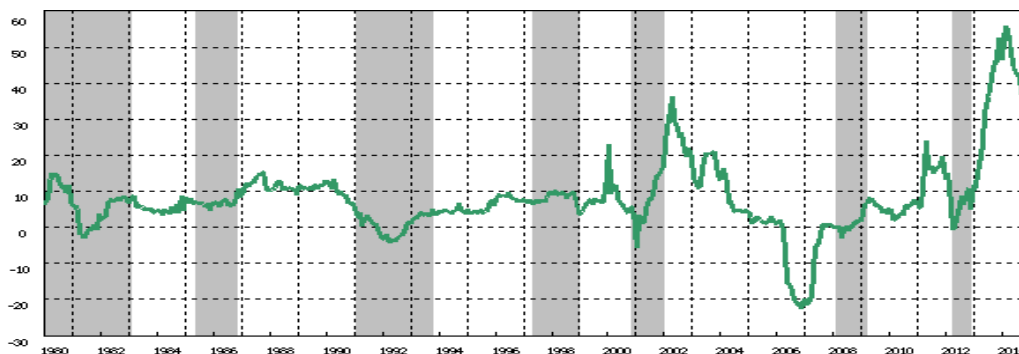
Rok	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
GDR	5,7%	1,4%	-1,0%	0,8%	2,1%	2,8%	2,8%	-2,2%	-1,9%	1,6%	-0,9%
MS (M1)	8,8%	1,9%	3,4%	4,9%	12,8%	10,0%	8,9%	6,1%	11,8%	4,1%	13,6%
CPI	3,3%	1,7%	1,3%	0,6%	-0,1%	0,1%	1,8%	0,6%	-0,3%	-0,7%	-0,7%
PPI	-2,1%	-1,4%	-3,3%	-1,0%	-0,3%	-0,1%	1,6%	-4,4%	-1,5%	1,1%	-0,9%
IPI	-2,5%	-7,9%	-4,0%	5,7%	1,9%	3,1%	-0,9%	-6,6%	5,1%	4,8%	- 14,8%

Zdroj: Johnsson (2003)

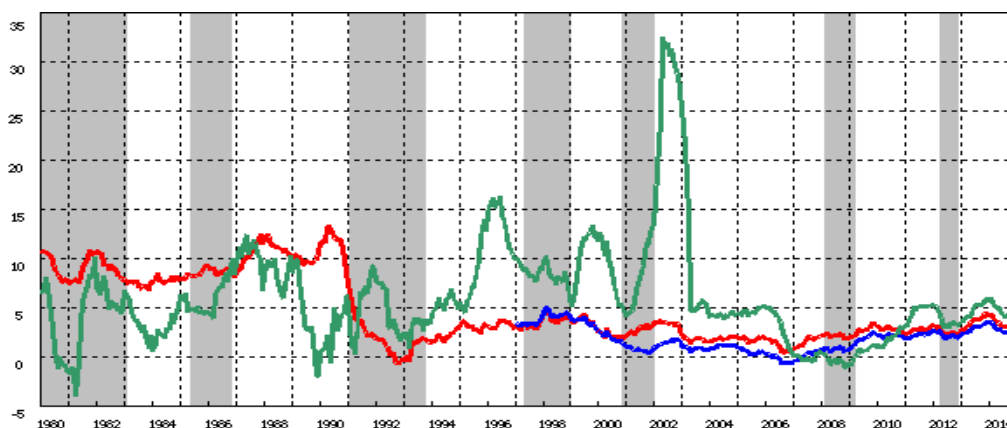
V rokoch 1994, 1995, 1996 a 2000 bola deflácia identifikovaná ako tzv. „rastová“, kedy príčinou bola rastúca ponuka vyjadrená kladnými prírastkami ukazovateľa GDR podporeného indexom priemyselnej výroby IPI. Roky 1993, 1998 a 2001 poukazujú na príčinu deflácie v dopytovej strane, teda poklesom agregátneho dopytu, ktorý mohol byť spôsobený buď hromadením peňazí, alebo úverovou kontrakciou. Neistota v identifikácii konkrétnej príčiny klesajúcej cenovej hladiny je spojená s rokom 1999, kedy defláciu mohli spôsobiť rast ponuky, hromadenie peňazí ako aj úverová kontrakcia. Roky 1991 a 1992 by podľa hodnôt GDR mohli naznačovať rastovú defláciu tá však nebola podporená rastúcimi hodnotami indexu PPI (Johnsson 2003).

Do obdobia 90tych rokov spadá aj obdobie tzv. „Lost decade“ a práve deflácia je v niektorých zdrojoch uvádzaná ako príčinný faktor. Otázkou však na tomto mieste je, či sa japonská ekonomika ako celok skutočne za posledné dve obdobia nachádzala v situácii, ktorú by sme mohli označiť za „stratenú“, čo sa týka hospodárskeho rastu. Hospodársky rast by mal byť správne chápaný ako produkcia tovarov a služieb. Sprievodným javom hospodárskeho rastu, by teda nemali byť len zvýšené výdaje na tovary a služby v peňažnom vyjadrení, ale či si dané množstvo pracovnej sily dokáže zaobstarat' a vyprodukovať väčšie množstvo tovarov a služieb každým rokom. Pretože skutočný ľudský blahobyť by mal vyplývať z väčšieho množstva dostupných tovarov a služieb, ktoré budú mať spotrebiteľia k dispozícii s ohľadom na ich reálnu kúpnu silu. Problémom teda bude charakter ukazovateľa HDP ako takého nereflektujúceho reálny rast hospodárstva. S troškou nadsadenia by som označil tento ukazovateľ výkonu ekonomiky aj ako odrážajúce meradlo inflácie. Ako je to možné? Odpoveď je jednoduchá. Ceny v ekonomike môžu rásť v dvoch prípadoch (vypomôžem si Salernovou identifikáciou (2003) a budeme vychádzať zo vzťahu, kedy je cenová hladina P vyjadrená ako podiel dopytu D a ponuky S). Matematicky a logicky teda môže z tohto vzťahu dôjsť ku rastúcej cenovej hladine len v prípade zníženej ponuky (s týmto prípadom ďalej počítať nebudem, keďže v podmienkach súčasných rozvinutých ekonomík je celkom nereálny pokles ponuky, ktorý by spôsobil 2 až 3 % ročný nárast cenovej hladiny)

alebo naopak zvýšeného dopytu resp. väčšieho množstva peňažných prostriedkov použitých na spotrebu. Z toho plynie jednoduchý záver, že ceny v ekonomike môžu rásť len s väčším množstvom peňazí v obehu alebo zvýšenou spotrebou resp. zvýšenými výdajmi použitými na spotrebu. Za zvýšený objem peňažných prostriedkov v obehu je zodpovedná centrálna banka (v tomto prípade BoJ) a preto sa ďalej pozrieme na vzťah HDP, jednotlivých menových agregátov a cenovej inflácie.



Obr. 26 Vývoj menovej bázy ako percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu roku v %
Zdroj: boj.org

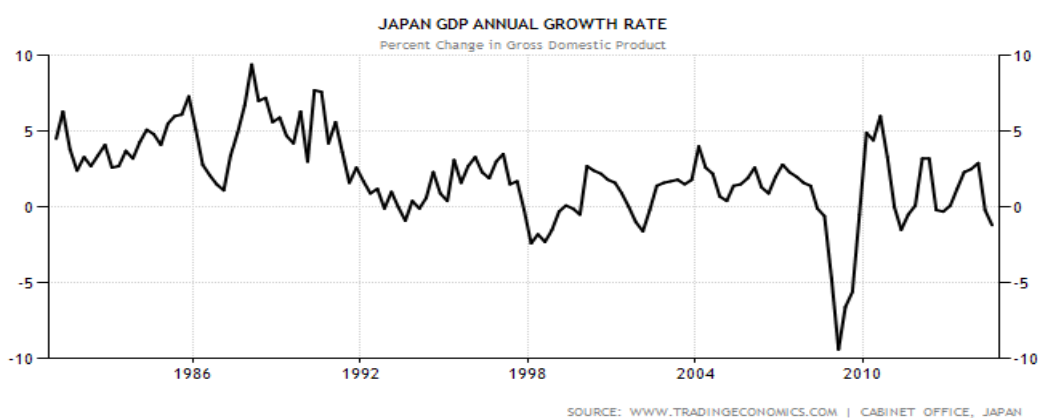


Obr. 27 Vývoj menových agregátov M1 (zelená krivka), M2 (červená krivka), M3 (modrá krivka)
Zdroj: boj.org

BoJ počas obdobia tzv. stratených dekád realizovala relatívne konzervatívnu menovú politiku v porovnaní napríklad s Fedom (Samozrejme, že každoročný 5 % nárast MB nemôžeme považovať za „nevoľnenú“ monetárnu politiku). Peňažná báza rástla v tomto období v priemere okolo 5% ročne, agregát M1 kolísal okolo 10 % a agregát M2 sa pohyboval v rozmedzí iba 2 – 3 % ročne. Problémom samozrejme v tom prípade bol nie len nižší dopyt japonských obyvateľov po nových peniazoch resp. úveroch (viď. štúdia Parker a Cargillo (2004)), ale aj ochota japonských bánk poskytovať pôžičky (hlavne tie rizikovejšieho charakteru) súkromnému sektoru po splasnutí bubliny na prelome 90tych rokov. Vývoj cenovej hladiny teda len

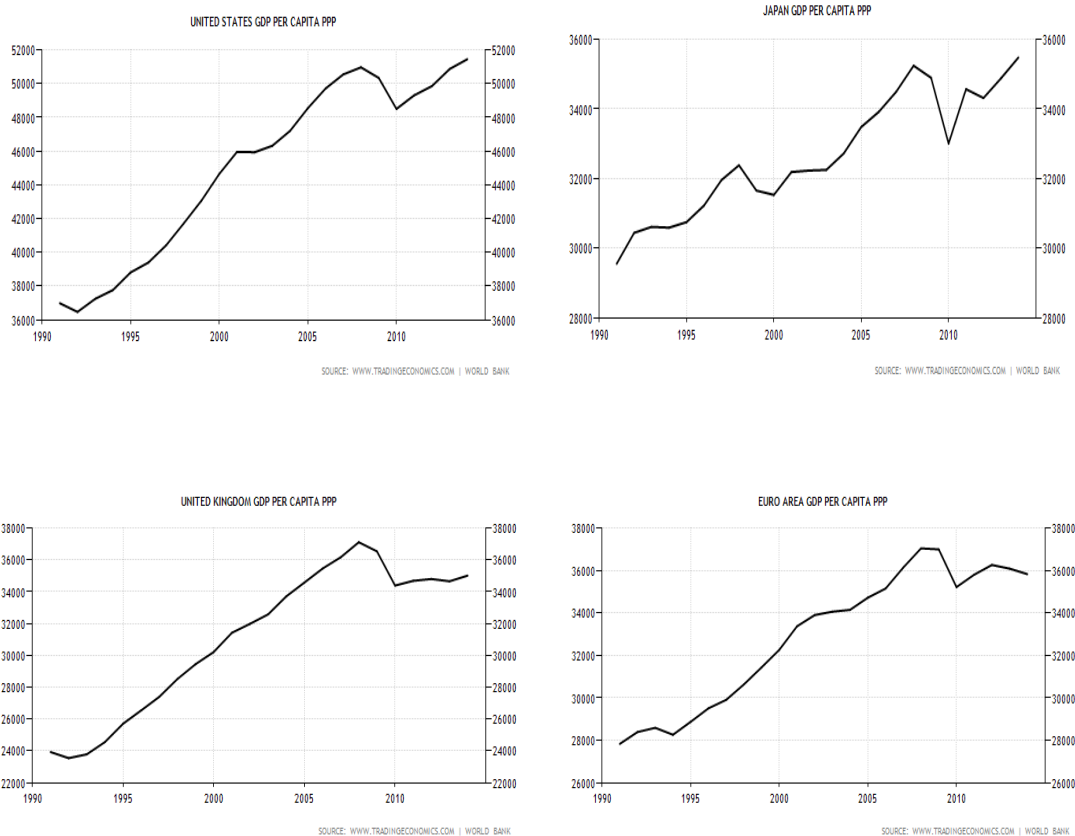
logicky nasledoval vývoj na peňažnom trhu a cenová hladina, tak mierne klesala a zostávala počas tohto obdobia relatívne „hladká“ a nerastúca.

Cenová hladina ťahaná uvoľnenou menovej politikou 80tych rokov a pumpovaním peňazí do ekonomiky začala klesať od 4% hranice po splasnutí už viackrát spomínanej bubliny. Problémom bolo, že väčšina novo vytvorených peňazí bola nasmerovaná na finančné trhy, ktoré z toho dôvodu zažívali nevydaný boom, ktorý však evidentne nemal úplne reálny podklad a preto pokiaľ opätovne novo vytvorené „fiat money“ nebudú nasmerovaná späť na trhy, resp. spotrebiteľia opäť nezmenia svoje preferencia v neprospech spotreby a úspor, tak dovedy nemôžeme očakávať, aby sa hodnoty akciových indexov, ako aj trhu s realitami dostali na úroveň z pred splasnutia bubliny.



Obr. 28 Vývoj ukazovateľa HDP meraného ako zmena oproti predchádzajúcemu roku v %
Zdroj: tradingeconomics.com

Pri sledovaní ďalšieho grafického zobrazenia vývoja ukazovateľa HDP v čase môžeme sledovať jeho podobný vývoj s cenovou infláciou. Čo sa týka vzťahu HDP a peňažnej ponuky, tak v tomto prípade je potrebné zobrať do úvahy pôsobenie efektu oneskorenia multiplikačného procesu v systéme frakčného bankovníctva v časovom „sklze“ jedného až dvoch rokov, kým zmena v peňažnej ponuke bude mať dopad a prejaví sa na cenovej hladine a HDP. Problémom s nedostatočným „ekonomickým rastom“ vyjadreným s pomocou ukazovateľa HDP je teda spôsobený nedostatočne agresívnym zvyšovaním peňažnej ponuky a hlavne jej odzrkadlením v podobe zvyšovania cien. Ak by som chceli dospieť ku adekvátnejšej komparácii reálneho ekonomického rastu japonskej ekonomiky v porovnaní s ostatnými rozvinutými ekonomikami, tak sa ponúka využiť ukazovateľ *GDP per capita by a calculating purchasing-power-parity (PPP)*, tým by sa čiastočne vylúčili infláciou indukované zmeny.



Obr. 29 Vývoj GDP per capita PPP krajín USA (vľavo hore), Japonska (vpravo hore), UK (vľavo dole) a európskej oblasti (vpravo dole)
Zdroj: tradingeconomics.com

Vzhľadom na vývoj HDP na osobu s ohľadom na paritu kúpnej sily v komparácii Japonska a vybraných rozvinutých krajín vid'. USA, Veľká Británia a všetky európske krajiny sa nám naskytujú dve možnosti interpretácie. Buď japonská ekonomika nezažívala reálne také hospodársky prepád v porovnaní s ostatnými rozvinutými krajinami ako sa uvádza alebo práve naopak ho teda zažívali všetky krajiny. Každopádne hlavným cieľom tejto časti bolo poukázať na fakt, že japonská ekonomika počas obdobia považovaného za „stratené dekády“ (1990 – 2010) nestagnovala v reálnom vyjadrení, naopak pomaly rástla v podmienkach stabilnej cenovej hladiny²⁴.

Pri hodnotení výkonu japonskej ekonomiky ešte ostanem s využitím makroekonomického ukazovateľa nezamestnanosti. V prípade Japonska možno hovoriť o tzv. princípe plnej zamestnanosti. Jeho významné postavenie vyplývalo z princípu celoživotného zamestnania, ktorého výsledkom bola dlhodobá veľmi

²⁴ Je dôležité si uvedomiť, že ceny môžu klesať aj pri zvýšenej ponuke peňazí v prípade, že spotrebné ceny budú rásť pomalšie ako ponuka resp. ak budú rásť aj mzdy vyšším tempom a pokles bude v reálnom vyjadrení.

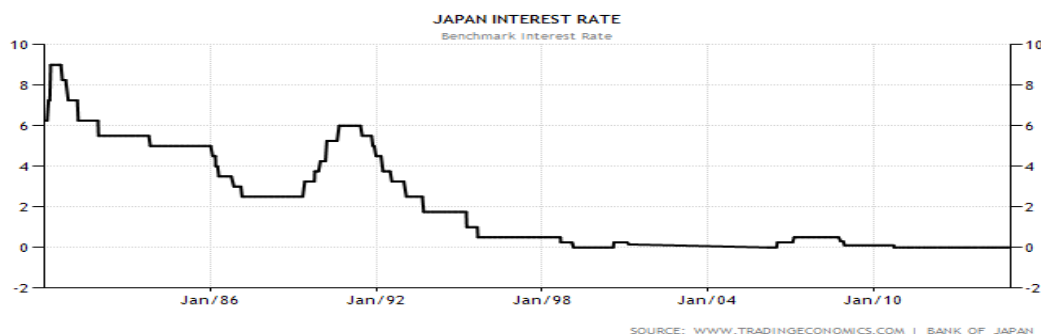
nízka úroveň nezamestnanosti. Úroveň nezamestnanosti sa síce pohybovala v 90tych rokoch na prijateľných hodnotách okolo 3 %, avšak v nasledujúcej dekáde už dosahovala viac ako dvojnásobku roku 1990. Zvyšovaniu nezamestnanosti sa snažila vláda zabrániť prostredníctvom umelého vytvárania miest formou verejných prác alebo dotovaním podnikov s cieľom udržania zamestnancov. V nasledujúcej časti poukážem aj na ďalšie štátne zásahy, ktoré však majú v konečnom dôsledku úplne opačný efekt než ten zamýšľaný.



Obr. 30 Obr. Vývoj miery nezamestnanosti v %

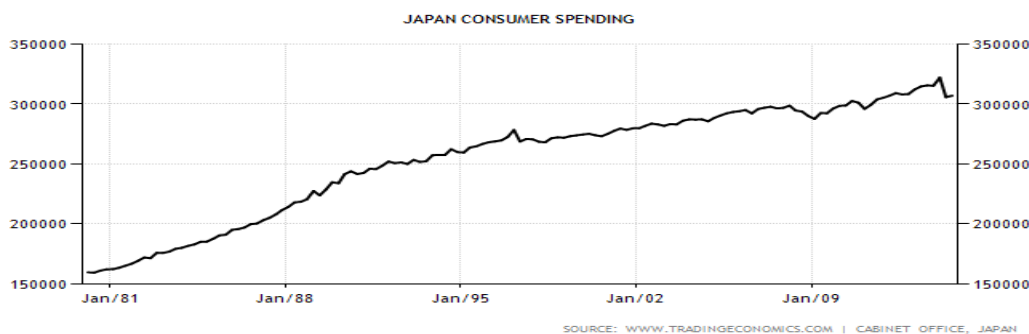
Zdroj: tradingeconomics.com

Odpoveď na to, čo sa dialo s japonským hospodárstvom v sledovanom období môže poskytnúť a bližšie priblížiť vysvetlenie v rámci rakúskeho pohľadu na vzniknutú situáciu s pomocou teórie ABCT. Pripomením, že počiatok stagnácie a deflácie japonskej ekonomiky budeme hľadať v neudržateľnom boome z konca 80tych rokov. Počiatočnou fázou boomu je vznik nerovnováhy na trhu peňažných fondov ($U=I$), ktorá vzniká poklesom úrokovej sadzby pod jej „prirodzenú“ tržnú úroveň. Centrálna banka je inštitúciou, ktorá umelým znížením úrokovej sadzby vzniknutú nerovnováhu vyvoláva a podnecuje, tak vznik prvej fázy hospodárskeho cyklu. Japonská centrálna banka znížila medzi rokmi 86-87 úrokovú sadzbu z 5 % až na 2,5 % s cieľom vytvorenia depreciačných tlakov na domácu menu, ako aj opätovné nakopnutie ekonomiky. Peňažná ponuka za obdobie 1986-1990 (International Financial Statistics Yearbook 2001) bola zvyšovaná ročne v prieme o 10,5 %. Vzhľadom na fakt, že sa úroveň všeobecne cenovej hladiny pohybovala v relatívne stabilných hodnotách nikto z mainstreamových ekonómov nevidel v hrozby v inflácii. Nie cenová inflácia, ale peňažná inflácia bola to, čoho sa tak predstavitelia rakúskej ekonomie obávali.



Obr. 31 Vývoj úrokovej sadzby Japonskej centrálnej banky (Boj) v %.
Zdroj: tradingeconomics.com

Investície (úspory) a spotreba sú veličinami, ktoré sú podľa ABCT v krátkom časovom horizonte považované za substitúty a súbežný nárast oboch veličín je tak neudržateľný (resp. bude udržiavaný len do doby, pokiaľ bude pokračovať úverová kreácia). Na realizáciu daných investícií neboli vytvorené dostatočné kapitálové zásoby resp. úspory a rast oboch zložiek je tak bez podpory inflačnej politiky v podaní centrálnej banky neudržateľný. Od roku 1987 až do roku 1990 vzrástla spotreba o 5,6 % a hrubé investície za toto obdobie o 10,6 % (International Financial Statistics Yearbook 1994).



Obr. 32 Vývoj spotrebiteľských výdajov
Zdroj: tradingeconomics.com

Vzhľadom ku nesúladu medzi teóriou a empiriou sa javí ako pravdepodobné, že v danom období bol zaznamenaný aj pokles úspor domácností a realizovaná zvýšená investičná aktivita nestála na reálnych základoch. Japonské domácnosti v povojnovom období dávali vo veľkej miere prednosť investíciám do produkčnej kapacity pred uspokojovaním súčasných potrieb a tento fakt bol jedným zo základných kameňov markantného japonského ekonomického rastu v nasledujúcich dekádach. Ešte v 70tych rokoch úroveň úspor japonských domácností mala značne rastúci charakter. Japonské úspory sa držali rastúceho trendu na vlně pokračujúceho ekonomického rastu a relatívne vyššieho podielu mladšieho obyvateľstva na celkovej domácej populácii. Následne však v ďalšej dekáde rastúci trend úspor zmenil svoju predchádzajúcu trajektóriu a úspory domácností začali klesať.

A príčiny tejto zmeny? Uvoľnená monetárna politika, ktorá stála za vytvorením obrovskej finančnej bubliny a odrádzala tak sporiteľov od vytvárania úspor, keďže centrálna banka touto cestou dávala najavo možnosť rýchlejšieho zbohatnutia prostredníctvom finančných špekulácií. Tento „efekt bohatstva“ sa prejavoval až na konci 80tych rokov s nafukovaním finančnej bubliny. Okrem iného ďalej (Shinobu Nakagawa 1999) identifikuje v priebehu celej dekády ako príčiny poklesu úspor domácností „dozrievanie“ ekonomiky po skúsenostiach s druhým ropným šokom, „upevňovanie“ sociálneho systému a starnúcu populáciu. Tieto príčinné faktory v nasledujúcom priebehu zosilňovali, avšak novo nastolený klesajúci trend už nenásledoval. Predchádzajúce ekonomické udalosti hlavne z konca 80tych rokov vyvolali u väčšiny domácej populácie obavy z budúceho vývoja. Je, ale vhodné zdôrazniť, že jednotlivé skupiny obyvateľstva priradzovali rôzne rizikové faktory s výhľadom do budúcej neistoty.

Vznik neutržateľného boomu bol tak potvrdený vzniknutou nerovnovážnou situáciou na trhu peňažných fondov ako bolo poukázané. Po tom čo BoJ v období od roku 1989-1990 päť krát zvýšila oficiálnu úrokovú sadzbu, tak došlo k fáze tzv. „bustu“. Umelá úverová kreácia bola pozastavená a nasledoval podľa ABCT predpokladaný pád akciového trhu, pokles realizovaných investícií a ekonomická recesia. Odstraňovanie investícií, ktoré boli udržiavané len vďaka úverovej expanzii a navracanie produkčnej štruktúry smerom ku spotrebiteľským preferenciám.

Presne toto sa dialo v Japonsku, proces nevyhnutný k navráteniu rovnováhy do reálnej ekonomiky. Tak ako poznamenáva Rothbard (2000) k tomu, aby v čo najkratšom možnom časovom horizonte došlo k tomuto prispôsobeniu je potrebné v zmysle „laissez-faire“ ponechať ekonomiku bez ďalších intervencií do tržných procesov. A presne táto situácia sa Japonského hospodárstva netýkala. Štátna podpora prioritne privilegovaných oblastí ako napríklad stavebníctvo (napojenie na LDP). Od roku 1991 až do roku 2000 bolo umiestnených do tohto odvetvia skoro 60 000 miliónov jenov. Tieto vládne programy tak dopomohli mnohým stavebným spoločnostiam naďalej ostať na trhu. Primárny problém v prípade preukazovania vládnych sympatií a následnej podpory takto preferovaného odvetvia je nemožnosť alokácie zdrojov potrebných na presun do oblastí, ktoré odpovedajú požiadavkám trhu.

Ďalším japonským odvetvím s politickým vplyvom je poľnohospodárstvo. Výsledkom vládnych intervencií boli zadané kvóty obmedzujúce import a cenovo podporujúce programy. Nezaostávala ani centrálna banka s ďalšou vlnou inflačnej politiky. Masívne znižovanie úrokových sadzieb (od roku 1991 zo 6% až do súčasnej nulovej úrokovej sadzby) však nevedlo k zamýšľanému cieľu kvôli už viackrát zmieneným „nezdravým“ podmienkam japonského bankového sektoru. Pád realitného trhu ponechal niektoré banky v situácii obrovského previsu kolaterálne krytých pôžičiek s hodnotou o 60 až 80 % nižšou ako v dobe ich poskytnutia (EIU 2001). Taktiež výrazné straty utrpeli banky, ktoré priamo investovali na realitnom a akciovom trhu počas boomu. Prepád akciového indexu z hodnoty 40 000 jenov v roku 1989 až na hodnotu pod 12 000 jenov v roku 2001 hovorí sám za seba dostatočne. „Záchranné balíčky“ a znárodňovanie boli odpoveďou japonských autorít

na zdevastovaný japonský bankový sektor. Ako uvádza Herbener (1999) založený bol záchranný fond v hodnote 514 miliárd dolárov, 214 miliárd dolárov použitých na nákup akcií problémových bánk a 154 miliárd dolárov s cieľom znárodnenia a reštrukturalizácie zbankrotovaných bánk. Opäť raz teda nebolo trhu umožnené trhu samostatne sa vysporiadať s problémom finančne neschopných bánk prostredníctvom bankrotov, zlúčení, akvizícií a reštrukturalizácie. K určitým tržným korekciám dochádzalo, avšak len v prípade malých bánk regionálneho charakteru, ktorým nebol umožnený prístup k refinančným záchranným fondom. „Výnimku z pravidla“ predstavovalo spojenie troch japonských problémových bánk v majetkovej hodnote 1,2 triliónu amerických dolárov. Aby toho nebolo málo, tak japonská vláda nestála bokom ani pri zachraňovaní spoločností, ktoré boli produktom expanzívnej úverovej politiky. Garančný úverový fond v hodnote 20 triliónov jenov mal za úlohu udržať na trhu spoločnosti, ktoré by za iných okolností boli neschopné dostať svojim záväzkom a nevyhli sa bankrotu (EIU 2001). Tak ako vo svojej práci *Americas Great Depression* poznamenáva Rothbard (2000), „je jedna pozitívna vec, ktorú môže vláda počas recesie uskutočniť a tým je radikálne zníženie jej úlohy v ekonomike, redukcia vládnych výdavkov a zníženie daní“. Na jednej strane zvýšenie spotrebnej dane z 3 % na 5% v roku 1997 a na druhej strane zníženie najvyššej dane z príjmu zo 65 % na 50 % a zníženie podnikovej dane zo 46 % na 40 % v rokoch 1994 a 1998. Vo všeobecnosti by takéto kroky mohli mať ozdravný charakter a dopomôcť ku nutnej realokácii zdrojov. Väčšie množstvo peňažných prostriedkov disponibilných ekonomickým subjektom by mohlo prostredníctvom zvýšených úspor znova predĺžiť produkčnú štruktúru a do popredia by sa tak mohli dostať investície na úkor spotreby. Ak však bude vládnuť zvyšovanie svojich finančných výdavkov a podporovať tak dodatočnú spotrebu, celý predchádzajúci proces bude kontraproduktívny. Od roku 1995 až do roku 1999 japonská vláda zvýšila svoje výdavky o 9 % (EUI 2001).

Ak sa opäť vrátim ku jednotlivým symptómom v rámci ABCT, tak je veľmi dôležité zanalyzovať jednotlivé odvetvia v závislosti na ich kapitálovej intenzite (Hayek *Price and Production* 1960) a vzdialenosti od spotreby resp. to v akej výrobnéj fáze sa nachádzajú. Podľa teoretických predpokladov vychádzajúcich z konceptu Hayekovho trojuholníka by teda v odvetviach náročných na kapitál a nachádzajúcich sa v ranných fázach výrobného procesu mal byť evidovaný najväčší nárast vytvorených investícií a naopak vo fáze recesie by mali zaznamenať najväčšie poklesy.

V nasledujúcej tabuľke sú zľava doprava usporiadané štyri odvetvia v závislosti na kapitálovej náročnosti výroby a vzhľadom na vzdialenosť danej výrobnéj fázy od spotreby. Samozrejme, že v rámci jednotlivých odvetví ako aj medzi nimi budú určité rozdiely, ale vo všeobecnosti budeme považovať ťažbu za kapitálovo najnáročnejšiu a nachádzajúcu sa v najrannejšej výrobnéj fáze, menšou intenzitou kapitálu je charakteristické priemyselné odvetvie. Ďalej budú nasledovať veľkoobchodné a maloobchodné odvetvia, ktoré na svoju činnosť potrebujú o mnoho menšie množstvo kapitálu ako ťažba a priemysel. Odvetvím s najnižšou

potrebou kapitálovej intenzity je sektor služieb, ktorý sa nachádza aj vo fáza najbližšie ku spotrebe.

V nasledujúcej tabuľke sú za sledované obdobie 1990 – 1999 uvedené zmeny tempa rastu GDP v závislosti na štyroch vyššie uvedených odvetvových sektoroch charakteristických vzdialenosťou od konečnej spotreby a kapitálovou intenzitou. Empírie potvrdzujú teoretické predpoklady a predikcie korešpondujúce s ABCT. V dobe po ukončení umelo udržiavanej úverovej kreácie zažívali najprudšie a najvýraznejšie poklesy sektory ťažobného priemyslu a priemyselnej výroby. V prípade odvetia ťažobného priemyslu dokonca prepadol z 23,2 % nárastu v roku 1990 na negatívne hodnoty v nasledujúcich 10 rokoch (s výnimkou roku 1996). Podľa predpokladu vo fáza najbližšie ku spotrebe a s minimálnou relatívnou potrebou kapitálu v sektore služieb boli evidované iba mierne výkyvy s plusovými hodnotami rastu oproti predchádzajúcemu roku. V sektoroch priemyselnej výroby a veľkoobchodných a maloobchodných služieb boli zaregistrované výkyvy miernejšie v porovnaní s ťažbou a na druhej strane výraznejšie oproti sektoru služieb. Prepád v priemyselnej výrobe podľa predpokladov bol ráznejšieho charakteru v porovnaní s veľkoobchodom a maloobchodom.

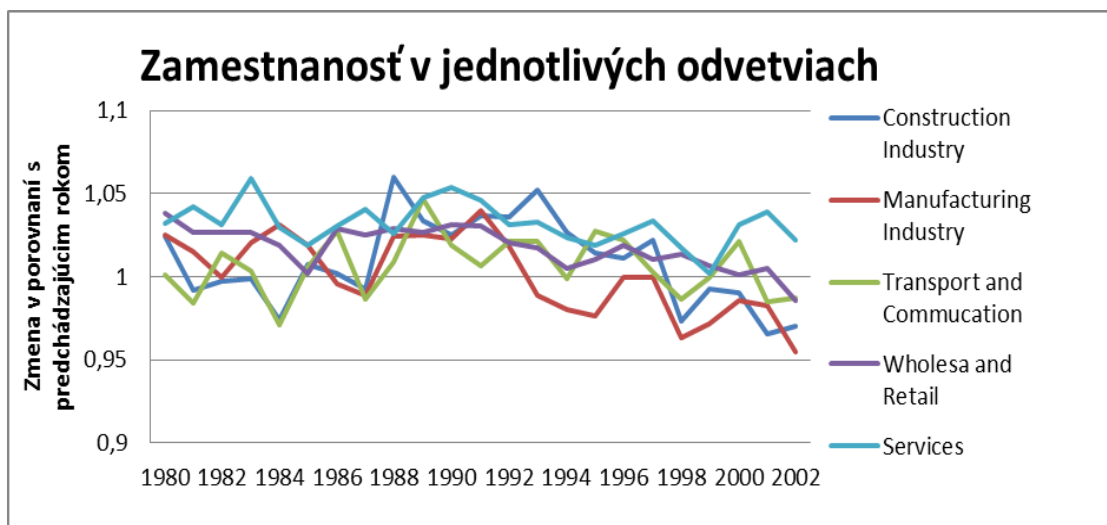
Tab. 3 Tempo rastu GDP v jednotlivých odvetviach

	Ťažba	Priemyselná výroba	Veľkoobchod a maloobchod	Služby
1990	23.2	6.8	8.5	7.2
1991	-2.7	5.3	6.1	5.7
1992	-1.8	-1.4	1.2	4.8
1993	-4.4	-4.0	-2.3	3.4
1994	-15.5	-1.3	-0.4	0.9
1995	-0.4	1.6	4.3	2.2
1996	0.7	2.2	2.4	5.2
1997	-6.6	1.9	3.9	3.8
1998	-8.3	-5.0	-4.0	4.0
1999	-9.6	-2.6	-4.4	0.5

Zdroj: EIU (1996, 2001)

Huerta de Soto identifikuje ako tretí a šiesty symptóm prejavu hospodárskeho cyklu podľa teórie ACBT relatívne nárasty účtovných ziskov (3. symptóm) a relatívne poklesy účtovných ziskov (6. symptóm) u firiem nachádzajúcich sa práve v najrannejších fázach celého výrobného procesu. Na vyjadrenie potvrdenie, či vyvrátenia týchto symptómov použijeme dostupné dáta v podobne zamestnanosti v jednotlivých sektoroch v závislosti na už viac krát spomínanej fáze výrobného procesu a kapitálovej intenzity. Sledovaných je v tomto prípade päť odvetví. Znova v poradí od najvzdialenejšej výrobnéj fázy ku najbližšej je to sektor stavebníctva,

priemyselnej výroby, preprava a komunikačná služby, veľkoobchod a maloobchod a nakoniec služby.



Obr. 33 Vývoj zamestnanosti v jednotlivých odvetviach
Zdroj: Stat.go.jp, vlastná spracovanie

Na začiatok bude potreba smerom ku sektoru stavebníctva si pripomenúť jeho pozíciu vo vzťahu ku japonskej vláde. Už bolo v tom zmysle načrtnutá vládna podpora a náklonnosť smerom ku tomuto odvetviu a jeho výrazná podpora v podaní vládnych subvencií a iných výhod v porovnaní s ostatnými oblasťami hospodárstva. Vďaka tomu bola zmena vývoja zamestnanosti udržiavaná v tomto sektore v kladných číslach aj vo fáze kontrakcie hospodárskeho cyklu. Obdobie rokov 1986-87 a začína sa uvoľnená monetárna politika v podaní BoJ. Zaznamenané sú (pripomeniem, že stotožňujem pre potreby analýzy zamestnanosť s účtovnými ziskami) relatívne najvyššie zisky práve v sektoroch stavebníctva, priemyslu a dopravy. Naopak oblasti maloobchodu, veľkoobchodu a služieb zažívali v porovnaní s ostatnými oblasťami hospodárstva miernejšie rasty. Po postupnom zvyšovaní úrokovej sadzby až na úroveň 6 % z roku 1990 sa úverová expanzia zastavila a s následnou kontrakciou súviseli aj realizované relatívne vyššie straty v porovnaní s ostatnými odvetviami, primárne v priemyselnej oblasti a s menším odstupom nasledovalo aj odvetvie stavebníctva. Sektor služieb spolu s maloobchodom a veľkoobchodom boli relatívne stabilným vďaka súkromným výdajom na spotrebu (pretože spotrebiteľské preferencie sa počas obdobia boomu a následne busty výrazne nezmenili). Predpoklad najnižšieho potenciálu pre rast odvetví v ranných fázach výroby počas dekády 90tych rokov bol v súlade s teóriou rakúskeho hospodárskeho cyklu. Počas obdobia recesie, ale aj pred ním a po ňom bolo významnou súčasťou hospodárskeho diania realizovanie štátnych intervencií v podobe diferentných fiškálnych stimulov, zvyšovanie peňažnej bazy, znižovanie úrokovej sadzby, znárodňovanie bankrotujúcich bánk, priama vládna podpora podnikov prostredníctvom pôžičiek ako aj zvýšené vládne výdaje. Japonská eko-

nomika, tak zažila úplný opak hospodárskych doporučení konzistentných s teóriou ABCT. Primárnym problémom evidovaných zásahov do ekonomiky je neustále narúšanie tržných procesov umožňujúcich návrat produkčnej štruktúry opätovne ku spotrebiteľským preferenciám. Na základe predchádzajúcej analýzy obdobia 90tych rokov z pohľadu rakúskej ekonómie a teórie ABCT môžem tvrdiť, že Japonsko zažilo hospodársky cyklus. Hospodársky cyklus odštartovala BoJ so svojou expanzívnu monetárnou politikou. Po ukončení umelo udržiavaného boomu nasledovala prirodzene fáza busty. Ozdravnému procesu vo fáze recesie však nebolo dovolené naplno realizovať svoj mechanizmus spätného prispôsobovania tržnej a výrobnjej štruktúry smerom ku spotrebiteľským preferenciám. Preto ak sa chce japonská ekonomika zotaviť a znova zažívať obdobie dlhodobého rastu, tak podľa teórie ABCT bude potrebné zo strany vlády ponechať voľný priestor pre interakciu tržných procesov, umožniť preskupenie štruktúry produkcie a následne až sa dostať na rastovú trajektóriu.

5.3 Zhrnutie analýzy japonskej deflačnej situácie 90tych rokov

V úvode analýzy bolo potrebné identifikovať jednotlivé faktory a príčiny výrazne ovplyvňujúce stav, v ktorom sa japonská ekonomika ako celok nachádzala na začiatky sledovaného obdobia 90tych rokov. Deliberalizácia domáceho finančného systému, pozícia atraktívne investičného prístavu pre domáci aj zahraničný kapitál, posilňujúca domáca mena, vysoká miera úspor vychádzajúca zo šetrnosti japonských domácností, dohoda Plaza Accord z roku 1985 a z nej vychádzajúce ďalšie posilnenie jenu, pozícia „ekonomického tigra“ vďaka kvalitným a konkurencieschopným výrobkom a uvoľnenejšia monetárna politika toto boli hlavné udalosti, ktoré predchádzali 90tym rokom. Práve uvoľnenie menovej politiky z konca 90tych rokov spolu s predchádzajúcou deliberalizáciou japonského finančného systému boli spúšťačom vytvorenia obrovskej finančnej bubliny na akciovom a realitnom trhu. Následné splasnutie bubliny zasiahlo najviac „účastníkov“ podieľajúcich sa na podpore nafukujúcej sa bubliny, vid'. banky poskytujúce úvery nesolventným dlžníkom, banky zasiahnuté poklesom majetku v dôsledky výrazného poklesu hodnoty ich aktív krytých majetkovými zástavami nadhodnotených aktív, banky operujúce na finančných trhoch a samozrejme aj podniková sféra v oblastiach, ktoré sa zrodili a prežívali len vďaka prebiehajúcej úverovej expanzii. Reálna ekonomika by ako taká nemusela toľko utrpieť, ak by bol „očistnej“ fáze vzniknutého hospodárskeho cyklu ponechaný voľný priestor. Ako bolo uvedené v časti analýzy 90tych rokov podľa teórie ABCT, tak nič z toho sa nanešťastie nestalo a primárne z tohto dôvodu japonská ekonomika nebolo schopná dostať sa do ekonomickej pozície z pred udalostí z konca 80tych rokov.

Čo sa týka analýzy deflačnej situácie, tak o cenovej deflácií v prípade použitia indexu CPI môžeme hovoriť len v rokoch 1995 a 1999. Až pri zohľadnení indexu PPI, ako učinil Johnson (2003), sa dostávame ku poklesu cien v každom roku počas 90tych rokov s výnimkou roku 1997. V jednotlivých rokoch (1994, 1995, 1996, 2000) bola identifikovaná tzv. rastová deflácia, deflácia na strane dopytu

spôsobená buď hromadením peňazí, alebo úverovou kontrakciou (1993, 1998, 2003), alebo kombináciou všetkých príčin (1999, 1991, 1992). Defláciu na strane dopytu spôsobenú hromadením peňazí potvrdzujú aj Cargilla a Parker (2004) v dôsledku zvýšeného dopytu po peňažných zostatkoch. Na strane úverovej kontrakcie stojí viac krát spomínaný stav japonského bankového systému s neochotou poskytovať likviditu s ohľadom na predošlé udalosti.

V analýze som sa dostal aj ku diskusii ohľadne obdobia japonských „straténých“ dekád. Komparácia rastu ekonomík s pomocou ukazovateľa HDP na osobu kalkulovaného paritou kúpnej sily poukázala na pomalý japonský rast v podmienkach relatívne stabilnej cenovej hladiny.

6 Ekonomická situácia Číny v rokoch 1990 - 2010

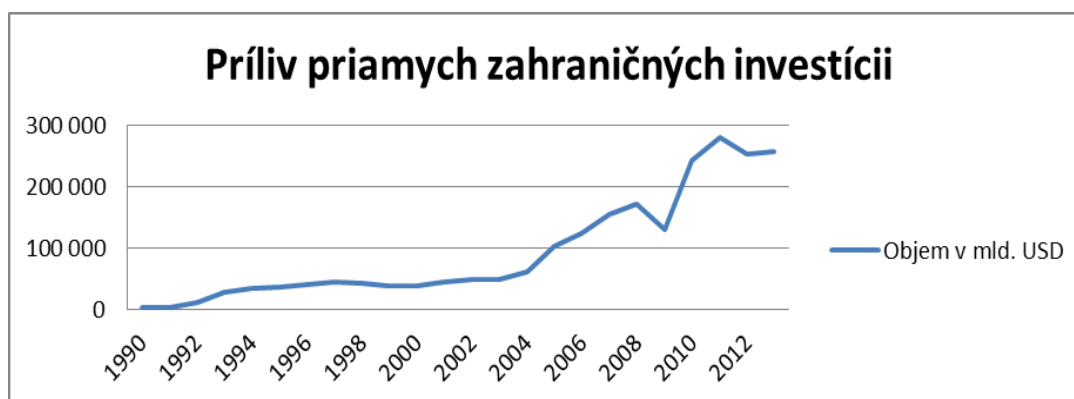
Čína je v súčasnosti jednou z ekonomicky najdynamickejších rastúcich krajín sveta. V „reformnom“ období po roku 1978 sa Číne podarili naštartovať a držať mimoriadny hospodársky rast. Pokles cenovej hladiny resp. cenová deflácia, ktorú znamenala Čínska ekonomika na prelome tisícročí nám môže poskytnúť unikátny pohľad na príklad cenovo deflačného javu v podmienkach rastúcej agregátnej ponuky v dôsledku rastu výstupu ekonomiky. Pred tým ako sa však pustíme do analýzy deflačnej situácie bude potrebné priblížiť si a uviesť na pravú mieru „pozadie“ reformného obdobia z konca 80tych a začiatku 90tych rokov.

Veľmi zaujímavý pohľad na priebeh a pozadia všeobecnej spoločenskej transformácie inštitucionálnych zmien s aplikáciou na Čínsku situáciu poskytuje W. Zhang (2014) vo svojom článku „The Power of Ideas and Leadership in China's Transition to a Liberal Society“. Ako poukazuje tak nové myšlienky resp. ideológie a sila vodcovstva sú tými najsilnejšími elementmi všetkých inštitucionálnych zmien. Zhang na základe spomínaných činiteľov politických a ekonomických spoločenských zmien identifikuje maticu možností, ktorými môže byť priebeh danej zmeny výrazne ovplyvnený. Je to kombinácie „dobrej“ a „zlej“ a idey a slabého a silného vodcovstva.

Napríklad Mao Zedong bol silným lídrom avšak s veľmi nebezpečným a „zlým“ konceptom Čínskej ekonomiky a spoločenského rozvoja, ktorý mal pre čínsky ľud katastrofálne dôsledky počas obdobia jeho pôsobenia v rokoch 1949 až 1976. Opačným príkladom je úspešné obdobie (1978 – 2002) ekonomickej liberalizácie Číny pod silným vedením Denga Xiaoping a nasledovateľa jeho reformných ideí Jianga Zemina. Obaja sa vo svojich myšlienkových pochodoch opierali a význam existencie tržných síl a súkromného sektora v prostredí, čo najmenej obmedzovanom štátnymi intervenciami. Prvým významným reformným krokom z tohto obdobia bola reforma poľnohospodárstva resp. systému spoločenského vlastníctva v prospech implementácie procesu privatizácie poľnohospodárskej produkcie. Výsledkom bolo odstránenie nedostatočnej motivácie poľnohospodárov a prebytok ponuky obilia (v porovnaní s nedostatkom v prostredí spoločenského usporiadania kolektívneho vlastníctva). Ďalším dôležitým bodom reformného programu Xiaopinga bola politika liberalizácie obchodu a decentralizácie. Príkladom úspešnej realizácie tejto politiky bola provincia Guangdong²⁵, ktorá sa stala inšpiráciou pre zvyšok krajiny v tomto smere. Keďže Čína bola v období pred liberálnymi reformami ekonomického prostredia centrálne plánovanou ekonomikou nutnou reformou, ktorá by nasmerovala Čínsku ekonomiku na cestu tržne

²⁵ Spolu s provinciou Fujian disponovali veľkým potenciálom pre ekonomický rozvoj z dôvodu geografického spojenia s Hong Kongom.

orientovanej ekonomiky bolo navrátenie významu súkromného sektora²⁶. Po tom čo sa „uvoľnil“ priestor súkromnému sektoru, bola potrebná²⁷ privatizácia štátnych podnikov (state-owned enterprises, SOE). Zmena vo vlastníckych vzťahoch v štátnych podnikoch bola jadrom celého reformného obdobia v rokoch 1993 – 2003. Jedným z najdôležitejších krokov na čínskej ceste ku dlhodobému ekonomickému rastu bol vstup do World Trade Organization (WTO) v roku 2001. Tejto udalosti predchádzala „deregulačná“ kampaň, ktorej cieľom bolo pred vstupom do WTO odstránenie niektorých administratívnych prekážok spojených s ekonomickými aktivitami a podporiť tak do budúcnosti konkurencieschopnosť čínskej ekonomiky. Na nasledujúcom grafickom zobrazení môžeme sledovať vývoj objemu priamych zahraničných investícií smerujúcich do čínskej ekonomiky. Priradené po vstupe do WTO Čína zaregistrovali enormný príliv zahraničného kapitálu do krajiny. Čína sa pomerne rýchlo v tomto období stávala tzv. centrom manufaktúry. Počiatok výrazného nárastu zahraničných investícií smerujúcich do čínskej ekonomiky môžeme prisúdiť začiatku 90tych rokov a pádu komunizmu v Európe. Čínski politickí predstavitelia si tak uvedomili, že je potrebné reagovať na zmeny v okolitom svete a stať sa tak súčasťou svetového trhu, keďže trh predstavovaný RVHP ako taký sa rozpadol a zanikol.



Obr. 34 Vývoj objemu priamych zahraničných investícií v mld. USD
Zdroj: indexmundi.com

V súvislosti s otváraním sa okolitému svetu a prílivu zahraničných investícií dochádzalo na počiatku 90tych rokov z pohľadu meraného štatistického agregátu reálneho HDP ku značnému prehrievaniu výkonu domácej ekonomiky. Príliv FDI znamenal primárne zvyšovanie objemu investícií ako aj dostupných ponúkaných úverov, ktoré mali výrazný podiel vysokých tempách rastu HDP. Ako už v tejto práci bolo zmienené, tak ukazovateľ HDP nie je práve najrelevantnejším indikátorom skutočného hospodárskeho rastu, avšak pre naše potreby nám môže byť aspoň trochu nápomocný pri identifikácii ďalších hospodárskych spojitostí. Rast ekono-

²⁶ V októbri roku 1987 bol súkromný sektor oficiálne priznaný ako „doplňok“ do „socialistickej ekonomiky“. A v apríli 1988 sa dokonca súkromne podnikanie stalo legálnym.

²⁷ V roku 1992 boli celkové straty týchto podnikov väčšie ako ich zisky.

miky v celom jeho priebehu možno podporiť vývojom nezamestnanosti, keď za celé sledované obdobie sa celková nezamestnanosť pohybovala na úrovni okolo 4 %.

Na tomto mieste práve v súvislosti s historickou politickou ako aj hospodárskou situáciou v Číne je vhodné ku HDP zmieniť údaje o tvorbe HDP z pohľadu tvorby zloženie a podielu verejného a súkromného sektora. V roku 1978 vytvárali štátne podniky 80% HDP, avšak v roku do roku 2005 to bolo už len niečo okolo 15%. Takýto vývoj podielu na tvorbe statkov a služieb v čínskej ekonomike môže do značnej miery podporovať predpoklad o reálnom hospodárskom raste²⁸. Len v krátkosti uvediem, že jedným z faktorov „brzdy“ čínskeho reálneho hospodárskeho rastu boli práve spomínané SOE a ich neefektívne hospodárenie v zrovnaní so súkromným sektorom, ktorý dokáže najefektívnejšie odpovedať na požiadavky tržných subjektov a dopomôcť tak ku skutočnému hospodárskemu rastu v zmysle dostupnosti ponúkaných statkov a služieb v danom ekonomickom systéme. Vrátim sa však naspäť ku naviazanosti výstupu ekonomiky meraného pomocou HDP a ďalších veličín.



Obr. 35 Vývoj HDP ako % zmena v porovnaní s prechádzajúcim rokom
Zdroj: tradingeconomics.com

Takýto vývoj domácej ekonomiky sa samozrejme premietol aj do vývoja všeobecnej cenovej hladiny, ktorá do roku 1994 neustále rástla dvojciferným tempom až na úroveň viac ako 20% oproti základnému roku skonštruovaného cenového indexu²⁹. Opätovne agregovaný makroekonomický ukazovateľ tohto typu nám môže pomôcť pri odôvodnení realizovanej hospodárskej politiky čínskej vlády, ktorá sa v rokoch 1993 a 1994 so zavedenými opatreniami snažila zabrániť prehrievajúcej sa ekonomike. S cieľom zabrániť prehrievaniu ekonomiky a vysokej inflácii Čínska vláda v spolupráci s Čínskou ľudovou bankou začala v polovici roku 1993 politiku makroekonomickej regulácie prostredníctvom reštriktívnej monetárnej politiky, zvyšovaním úrokových sadzieb a snahou o kontrolu nad prírastkom dodatočného úverovanie (Justin Lin 2001).

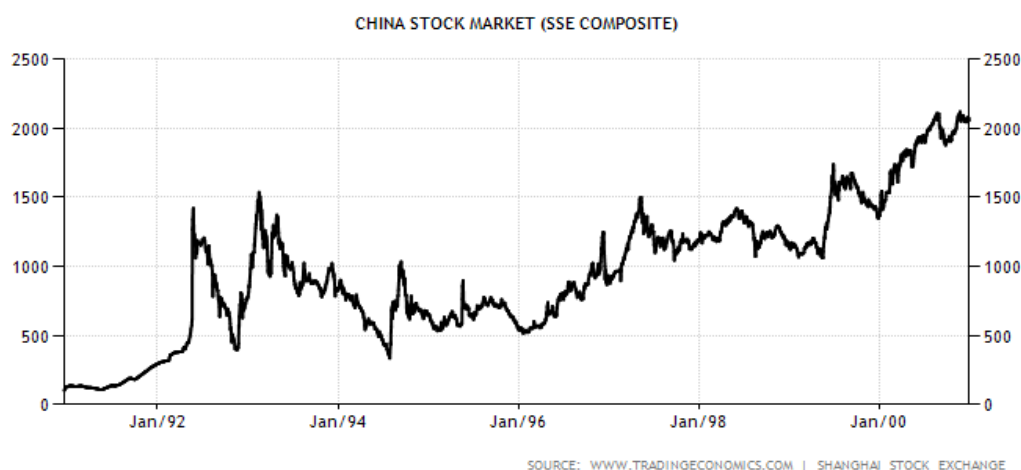
²⁸ HDP s PPP odkazuje na reálne zvyšujúcu sa kúpyschopnosť i keď HDP na osobu značne stálo v Číne zaostáva.

²⁹ Vo vzorci pri výpočte inflácie majú takmer tretinovú váhu potraviny (32 %).



Obr. 36 Vývoj všeobecnej cenovej hladiny meranej pomocou indexu spotrebiteľských cien CPI
Zdroj: tradingeconomics.com

Dôsledok týchto opatrení v tomto období najviac pocítili obchodované trhy s aktívami resp. akciový šanghajský index a trh s nehnuteľnosťami. Na nasledujúcom grafe môžeme sledovať nafúknutie akciovej bubliny a nasledujúce straty na hodnote kompozitného akciového index medzi rokmi 1992 a 1994 až o takmer dve tretiny svojej hodnoty.



Obr. 37 Vývoj Šanghajského akciové trhu

Zdroj: tradingeconomics.com

Zaujímavý pohľad poskytuje realitná bubliny z tohto obdobia, ktorá si zaslúži trochu bližšie nahliadnutie do danej problematiky.

6.1 Bublina na trhu s nehnuteľnosťami

Významným faktorom na pozadí nafúknutia a splasnutia bubliny na trhu s nehnuteľnosťami v bola relatívna „novosť“ tohto typu trhu v Čínskej ekonomike. V podstate do začiatku reforiem z konca 70tych rokov v krajine nič podobné ako trh s nehnuteľnosťami neexistovalo, pretože bývanie ako také mala pod kontrolou

domáca vláda. Takže spoločnosti, ktoré sa rozhodli do tejto oblasti ekonomiky na začiatku 90tych rokov investovať boli bez dostatočných skúseností a v ich prospech nehrala ani nie úplne dostatočná legislatíva zabezpečujúca ochranu kupujúcich. Realitná bublina zo začiatku 90tych rokov v povedomí širokej verejnosti nie je významne evidovaná, pretože v podstate nemala zničujúce dopady na reálnu ekonomiku.

Avšak realitná bublina tu skutočne bola a príčinou nedokončených stavieb bolo práve splasnutie bubliny, ktorá staviteľom neumožnila dokončiť začaté práce³⁰. Ako sme vyššie spomenuli realitný trh bol niečím novým a netvoril v tom čase tak významnú časť ekonomiky. S veľmi rýchlym rozvojom hospodárstva teda v tom čase nasledovala aj „nákupná horúčka“ na dovtedy nepoznanom trhu s realitami, na ktorom ceny prudko rástli a ruka v ruku s nimi sa rozširovali aj špekulácie na rast tohto trhu. Počet developerov na trhu s nehnuteľnosťami vzrástol od začiatku roku 1992 do polovice roku 1993 z približne 3000 až na 20000. V roku 1992 taktiež bol evidovaný 117% nárast investícií nasmerovaných do oblastí realít v porovnaní s predchádzajúcim rokom a taktiež aj počet začatých stavieb o 40,4 %.

V konečnom dôsledku „výhodou“ tejto realitnej bubliny bolo jej lokálne vymedzenie iba na niektoré oblasti³¹, v ktorých sa vyskytla a jej dôsledky sa vo väčšine týkali iba bánk poskytujúcich pôžičky na realizáciu nedokončených stavieb a subjektov, ktorým boli tieto dodatočné úvery poskytované.

Ako bolo vyššie už zmienené, tak reálny sektor ekonomiky v podstate nebol nejako vážnejšie zasiahnutý z dôvodu nižšieho relatívneho podielu realitného trhu na celom výstupe ekonomiky. Samozrejme, že svoju významnú úlohu zohráva aj rozloženie obyvateľstva, keďže jeho podstatná časť obyvateľstva žije mimo mesta a obýva oblasti živiace sa poľnohospodárskou činnosťou na štátom prenajímaných pozemkoch. Značná časť obyvateľstva taktiež nepreferuje držbu akcií a rôznych akciových inštrumentov ako významnú časť z celkového objemu držaných aktív. Nie je sa teda čomu čudovať, že spotrebné výdaje domácnosti neboli prudkým poklesom realitného a akciového trhu nejako významne ovplyvnené ako možno vidieť na nasledujúcom grafe.

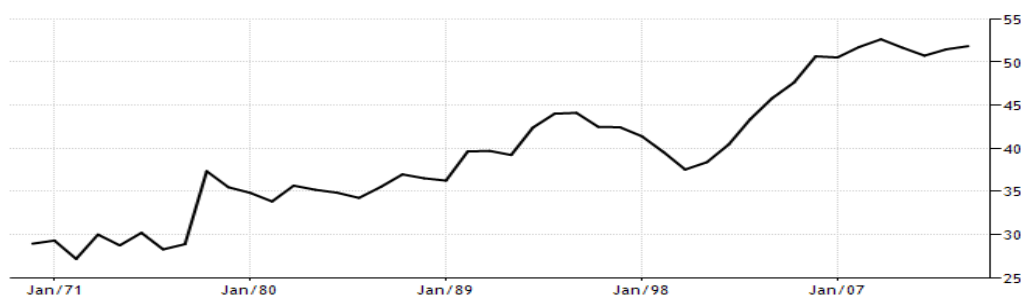
³⁰ V súvislosti s nedokončenými stavbami sa hovorí tzv. „mestách duchov“ ako napríklad v prípade mesta Daya Bay. Práve realitná bublina a jej splasnutie sú príčinou rozostavaných stavieb, ktoré neboli nikdy dokončené a ďalej využívané.

³¹ Provincia Hainan a niektoré mestá v Guangdongu a Guangxi



Obr. 38 Vývoj objemu spotrebných výdajov čínskych domácností.
Zdroj: tradingeconomics.com

V súvislosti s reálnym výkonom čínskeho hospodárstva je treba dať do povedomia jednu príznačnú vlastnosť čínskej ekonomiky. Tým je vysoký objem úspor. Špecifickým oproti zvyšku sveta sú veľmi vysoké prírastky miery úspor u domácností, vlády ako aj podnikovej sféry. Treba pripomenúť, že sú to práve úspory, ktoré vo všeobecnosti stoja za predpokladom zdravého hospodárskeho rastu sprevádzaného stabilnou alebo klesajúcou cenovou hladinou.



Obr. 39 Vývoj objemu hrubých úspor ako % podiel na HDP
Zdroj: tradingeconomics.com

Ak sa ešte vrátim ku vývoju cenového indexu spotrebiteľských cien CPI, tak by sa nemalo zabúdať na konštrukciu takto meraného agregátu, ktorý je významným indikátorom pre väčšinu ekonómov hlavného prúdu a politických lídrov. Aj keď ceny na trhu s nehnuteľnosťami aj napriek neustále sa zvyšujúcemu objemu výdavkov domácností na bývanie sa v súčasnosti podieľajú asi len 17 % na celkovej konštrukcii tohto cenového indexu, tak môžeme si dovoliť tvrdiť, že počiatočný prepád cenového indexu mal čo to do činenia práve so splasnutím realitnej ako aj akciovej bubliny z prvej polovice 90tych rokov.

To bolo aj cieľom realizovanej čínskej hospodárskej politiky, zastaviť prehrievanie ekonomiky a inflačnú hrozbu. Čo však už zrejme nebolo úmyslom zásahov čínskej vlády a centrálne banky, tak bol dlhodobý pretrvávajúci pokles inflácie následne prechádzajúci až do deflačného trendu. V tomto prípade sa opäť musím pozrieť na stranu ponuky a skúsiť identifikovať príčiny klesajúceho trendu vše-

obecnej cenovej hladiny. Z jednoduchého vzorca ($P = AD/AS$), ktorý bol definovaný v teoretickej časti by príčinou klesajúcej cenovej hladiny zo strany ponuky malo byť jej rozšírenie pri zostávajúcom dopyte. Z grafického vyjadrenie spotreby domácimi môžeme indikovať relatívne stabilný dopyt. Lin (2004) vo svojej práci identifikoval na strane čínskej agregátnej ponuky rastúce tempo výrobných kapacít avšak na druhej strane s nízkou mierou ich využitia. Práve nízka miera výrobných kapacít (až 50%) je spojená s vysokými prírastkami úspor a s vyššou mierou investícií nasmerovaných do hmotného investičného majetku a technologických inovácií. Objem podnikových úspor meraných ako % podiel na HDP sa v porovnaní s rokom 1992 do roku 2004 zdvojnásobil z 12 % na 24% (G. Ma, W. Yi 2010). V práci od G. Ma a W. Yi sú identifikované rastúce podnikové úspory s dvomi zložkami podnikových úspor a to opotrebením kapitálu (amortizácia) a nerozdeleného zisku. S amortizáciou je spojená pozitívna korelácia s vyššou kapitálovou zásobou, ktorá v období medzi začiatkom 90tych rokov až polovicou prvého desaťročia 21.storočia vzrástla z 130 % na 170 % v relatívnom vyjadrení ako pomer ku HDP.

Lin (2004) poukazuje na nedostatočný spotrebiteľský dopyt v porovnaní s rastom výrobných kapacít, avšak dodáva, že práve chýbajúci domáci dopyt je dostatočne kompenzovaný zahraničným. V nasledujúcej tabuľke teda na podporu tohto tvrdenia ukážem ako sa darilo Čínskemu zahraničnému obchodu v období po splasnutí vyššie spomínaných akciových a realitných bublín a klesajúcej všeobecnej cenovej hladiny.

Tab. 4 Vývoj objem export, import a čistého exportu (NX) v mild. USD

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Export	121	148,8	151,1	182,7	183,8	194,9	249,2	266,2	325,6	438,4	593,4
Import	115,6	132,1	138,8	142,4	140,2	165,7	225,1	243,6	295,2	412,8	561,4
NX	5,5	16,7	12,3	40,3	43,5	29,2	24,1	22,5	30,4	25,5	31,9

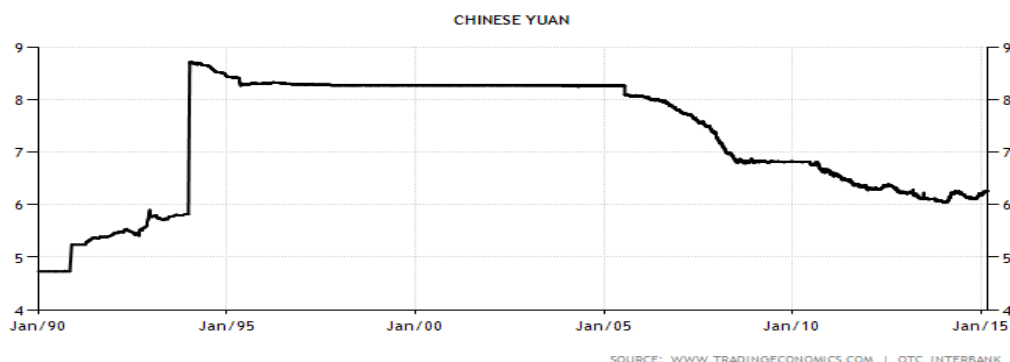
Zdroj: Eurostat

Ako možno vypožorovať z hodnôt uvedených v tabuľke, tak exportu ako aj importu sa v rámci medzinárodného obchodu veľmi darilo. Pozitívny trend rastúceho exportu prirodzene ťahal so sebou aj objem dovážaných polotovarov a surovín potrebných pre výroby nie len exportovaných finálnych výrobkov. Potom, čo Čína vstupom do WTO úplne otvorila svoje hospodárstvo celosvetovému obchodu sa s ešte zvýraznila intenzita a objem obchodu a s ňou samozrejme aj dopyt po práve spomínaných surovinách a polotovaroch, ktorých vyššie ceny sa podieľali na vyšších hodnotách spotrebiteľského cenového indexu po ukončení deflačného vývoja.

Opäť pripomínam, že vzhľadom ku konštrukcii cenového indexu CPI v Číne by mohla cenová hladina dosahovať trošku odlišných hodnôt, ak by tento ukazovateľ vôbec mohol byť považovaný relevantný. Ak sa pozrieme na ropu ako významnú importnú surovinu, tak ešte podľa štandardov v roku 2002 bol jej význam na celkovej cenovej hladine relatívne zanedbateľný, kvôli obmedzenému súkromnému vlastníctvu vozidiel z predchádzajúceho obdobia. Keď si predstavíme, že ešte

v roku 2002 bola priemerná cena ropy za barel 22,5 dolárov a počas celých 90tych rokov sa pohybovala na úrovni okolo 20 dolárov za barel, tak cenovo deflačný vývoj mohol byť ešte výraznejší. Opačným prípadom je negatívny cenový šok, kedy do roku 2008 vyskočila cena ropy až na hodnotu okolo 140 dolárov za barel a naopak by cenový index mohol dosahovať vyšších hodnôt aké vykazuje pri jeho súčasnej konštrukcii, ak k tomu zoberieme ešte do úvahy aj spomínanú oblasť bývania³².

S ohľadnutím na predchádzajúce faktory identifikované ako príčiny negatívneho vývoja cenovej hladiny s prechodom až do deflačného vývoja z obdobia konca 90tych rokov a začiatku 21. Storočia môžeme konštatovať, že Čína zažívala cenovú defláciu spojenú s rastom agregátnej ponuky v dôsledku rastúceho výstupu ekonomiky spolu s investíciami do kapitálu a predlžovaním výrobnjej štruktúry ako názorne ukážem pri detekcii hospodárskeho cyklu z pohľadu teórie ABCT. Rýchlo rastúci výstup ekonomiky bol vo výraznej miere tlačенý hore vysokým zahraničným dopytom a exportom v rámci medzinárodného obchodu. Domácim firmám a konkurencieschopnosti domácej ekonomiky dopomohol pri vývoze za hranice vývoj domácej meny juanu.



Obr. 40 Vývoj menového kurz Yuan/Dolár

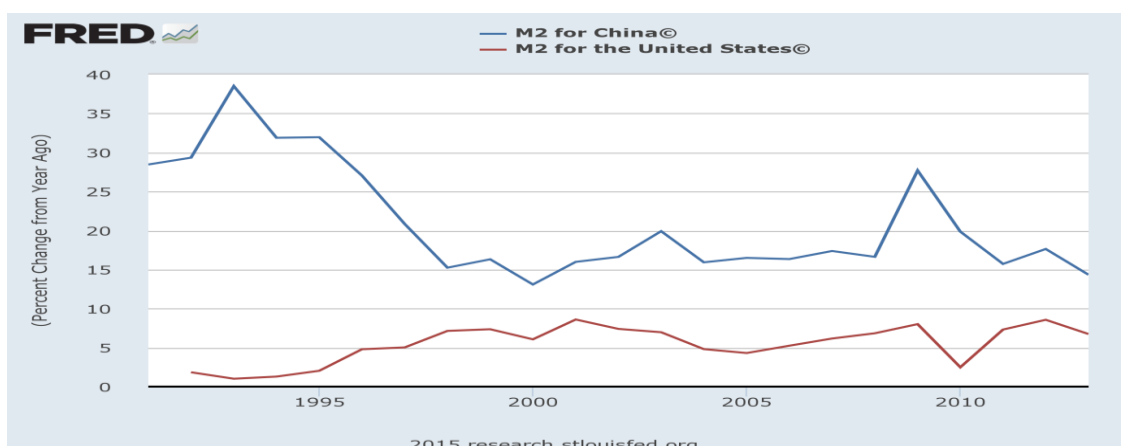
Zdroj: tradingeconomics.com

Ako možno vidieť tak čínska menová jednotka prudko depreciovala z úrovne 5,8 na 8,62 juanu za americký dolár následne po tom, čo domáca centrálna banka zvolila politiku naviazania juanu na americký dolár. Od konca roka 1997 bol však kurz takmer nemenný a udržiavaný na úrovni 8,28 juanu za americký dolár. Kľúčovým faktorom pri determinácii úrovne výmenného menového kurzu medzi dvomi krajinami by mal byť relatívny pomer pumpovaných peňazí do oboch ekonomík³³. V prípade, že po určitom čase tempo rastu peňažnej ponuky v jednej krajine pre-

32 Ďalej nebudem brať do úvahy iné významné faktory pri konštrukcii agregovaných cenových indexov ako napríklad substitúcia pri spotrebnom chovaní alebo zmena spotrebiteľských preferencií.

33 Zatiaľ čo ostatné premenné ako úrokový diferenciál alebo úroveň ekonomickej aktivity taktiež ovplyvňujú úroveň výmenného kurzu, avšak ich povaha je len dočasného charakteru a nie fundamentálneho.

koná tempo rastu peňažnej ponuky v krajine druhej, tak automaticky sa menový kurz prvej krajiny dostane pod tlak oproti národnej mene druhej krajiny.



Obr. 41 Komparácia Číny a USA vývoje menového agregátu M2

Zdroj: stlouisfed.org

Napriek enormnej absolútnej expanzii menovej zásoby v podaní Čínskej centrálnej banky však prevažne z dopytových dôvodov nedochádzalo k až takej relatívnej expanzii v porovnaní so Spojenými štátmi americkými kvôli vysokým národným úsporám, hospodárskemu pokroku a rastúcej konkurencieschopnosti. Každopádne pri udržiavaní menového páru na úrovni 8,28 juanu za dolár musela v podstate kopírovať expanzívnu monetárnu politiku Fedu, aby bola schopná kurz na danej úrovni udržať. S tým samozrejme súviselo aj nutné nakupovanie amerických vládnych dlhopisov a narastajúce devízové rezervy, ktoré v roku 2005 dosiahli hodnoty okolo 800 mld. dolárov. Neustále oslabujúci americký dolár spolu zápornou obchodnou bilanciou USA ako aj výkon čínskej ekonomiky tak vytvárali tlaky na revalváciu juanu, ktorý sa zdal byť oproti doláru výrazne podhodnotený. V júli roku 2005 nakoniec boli hlasy o nutnej posilnení juanu vypočuté a došlo ku zmene menového režimu na riadený floating opierajúci sa o vzťah dopytu a ponuky na devízovom trhu.

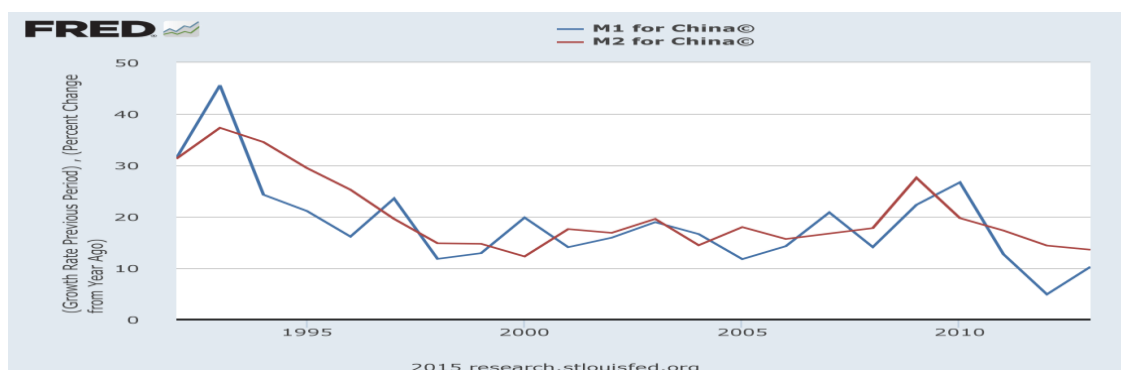
6.2 Analýza hospodárskeho cyklu z rakúskeho pohľadu s aplikáciou na čínsku ekonomiku

Po analýze hospodárskeho cyklu Japonska a Spojených Štátov Amerických s pomocou teórie ACBT s využitím konceptu tzv. „Hayekovho trojuholníka“ v Garrisonovej (2000) transformácii bude identifikované cyklické striedanie fázy boomu a recesie aj na príklade Čínskej demokratickej republiky. Pripomením, že v teórii ABCT hrajú veľmi dôležitú úlohu relatívne ceny a preto z nášho pohľadu deflačnej analýzy a jej spojitosti s príčinami a dôsledkami zmeny jednotlivých cenových hladín v ekonomike opätovne využijeme tento koncept na komplexné uchopenie problematiky cenovej hladiny a hospodárskeho rastu.

Na začiatku každého monetárneho hospodárskeho cyklu stojí spúšťač v podobe umelého zásahu do fungovania ekonomického systému a dochádza tak ku systematickému pomýleniu účastníkov trhu. Boom v podobe prehrievanie ekonomiky by mal byť sprevádzaný pozitívnou koreláciou s vývojom jednotlivých menových agregátov.

Vzhľadom ku predchádzajúcej analýze cenovo deflačnej situácie z prelomu storočia sa dostávam ku relatívne zaujímavej situácii, kedy monetárny cyklus podliehajúci striedaniu fázy umelého boomu a recesie prebiehalo na pozadí hospodárskeho rastu v podmienkach stabilnej spotreby a vysokej úrovne národných úspor. Vysoké úspory tak môžu v takomto prípade do značnej miery dlhodobejšie „zakrývať“ chybne realizované alokácie zdrojov v dôsledku chybných investičných očakávaní spôsobených umelou úverovou expanziou.

Pozriem sa teda najskôr na spomínanú umelú úverovú kreáciu a vývoj objemu menových agregátov. Ako vidno, tak práve začiatok 90tych rokov bol charakteristický výrazne uvoľnenou monetárnou politikou. Na objeme menových agregátov M1 a M2 boli do roku 1995 zaznamenané každoročne prírastky výrazne vyššie ako 20%.



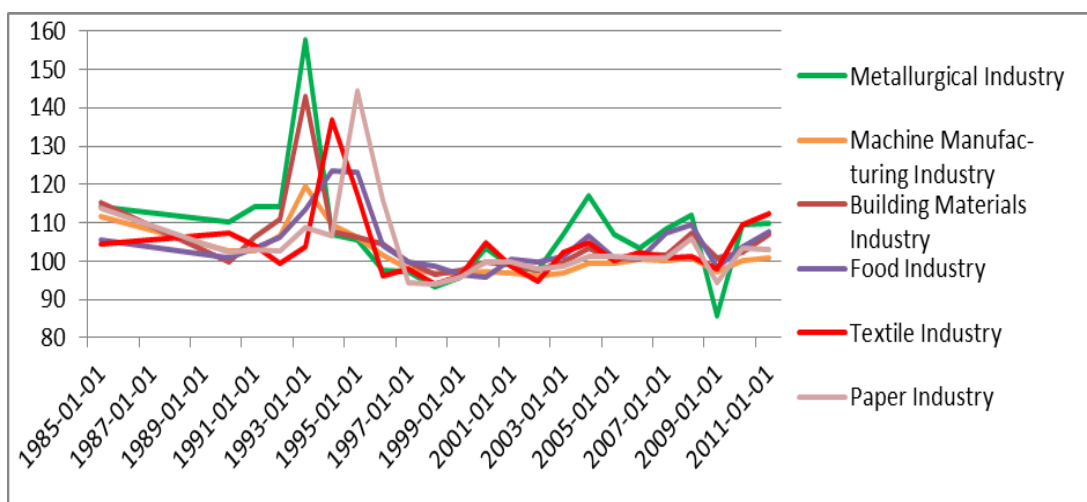
Obr. 42 Vývoj menových agregátov M1 a M2

Zdroj: stlouisfed.org

K tomuto vývoju bude potrebné pridať informáciu aj o stave čínskeho bankovníctva, ktoré sa významne podieľalo na prehľbení monetárneho hospodárskeho cyklu. Do konca roka 2001 sa v sektore úverovanie nahromadilo z celkového objemu takmer až 30 % problematických úverov tzv. „non-performing loans“ (data, worldbank). Za takto hrozivým číslom sa skrýva primárne vysoký vládny nátlak a štátny klientelizmus v podobe pôžičiek poskytovaných neefektívnym štátnym korporáciám (spomínané SOE) v prostredí uvoľnenej menovej politiky. Takto neefektívne alokované umelo vytvorené zdroje v relatívne nefunkčnom prostredí kapitálových trhov výrazne znižovali reálny potenciál výkonu čínskej ekonomiky. Našťastie však sa však dostavili aj kroky, ktoré do značnej miery sa snažili vyriešiť resp. aspoň dosiahnuť zlepšenie nefungujúceho sektora bankovníctva. Spomínaná reštrikcia monetárnej politiky a v roku 2000 aj kroku ku liberalizácii celého sektora s opatreniami na jeho skvalitnenie v podobne obmedzenia úverovanie SOE podnikov a používanie bežných kritérií ku úverovaniu. V období „reštrukturalizácie“

bankovníctva a klesajúceho objemu pumpovaných peňažných prostriedkov do ekonomiky práve čínska ekonomika zažívali aj spomínanú cenovú defláciu počas hospodárskeho rastu. Podobný priebeh značne nekorešponduje s mainstreamovým „deflationphobic“ pohľadom. Inými slovami povedané strašiak v podobe deflácie a jej devastujúcich účinkov sa nedostavil.

Teraz sa pozriem na priebeh hospodárskeho cyklu s pomocou identifikácie jednotlivých typických príznakov, ktoré vo svojej práci identifikoval Huerta de Soto (2004). Prvým je dočasný nárast cien pôvodných spôsobov výroby, čiže práca, pôda, prírodné zdroje. Pre analytické potreby tejto práce v rámci výrobnjej a kapitálovej štruktúry si možno predstaviť pod tým práve odvetvia nachádzajúce sa najďalej od konečnej spotreby. Na nasledujúcom grafickom zobrazení sú jednotlivé odvetvia výrobného a spracovateľského priemyslu zoradené práve podľa spomínanej charakteristiky od sektorov nachádzajúcich sa v najrannejších fázach výrobného procesu.

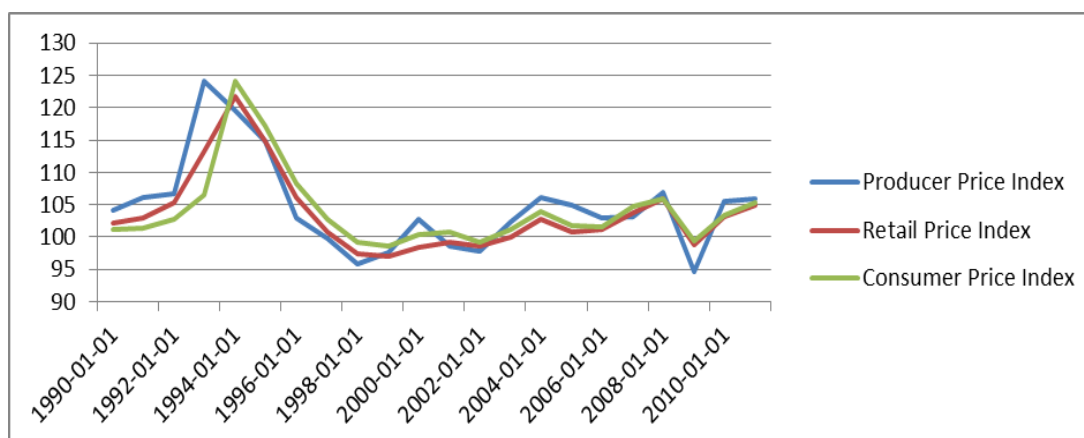


Obr. 43 Vývoj vybraných cenových indexov podľa odvetvia
Zdroj: National Bureau of Statistics of China, podľa vlastného spracovania

Práve v odvetviach metalurgického priemyslu a stavebných materiálov, ktoré sa z vybraných sektorov nachádzajú v najrannejších fázach výroby počas obdobia umelej úverovej expanzie zažívali najväčší cenový boom. Prečo je tomu tak? Pretože dochádza ku predlžovaniu výrobnjej štruktúry bez ohľadu na zmenu spotrebiteľských preferencií resp. medzičasovej alokácie spotreby. Zdroje sú teda nasmerované do oblastí, ktoré sa momentálne zdajú naokolo ziskové prostredníctvom novo vytvorených zdrojov, ktoré sú do týchto sektorov nasmerované. Avšak súčasná spotreba a dopyt po statkoch konečnej spotreby sa nezmenil a preto vyšší dopyt po kapitálových statkoch tlačí ceny tých zdrojov do výrazne vyšších hladín.

Pri pohľade na ďalšie grafické vyobrazenie cenový indexov konečnej spotreby, produkčných výrobkov a obchodných cien možno konštatovať nasledovanie druhého kroku počas priebehu monetárneho hospodárskeho cyklu a tým je nárast

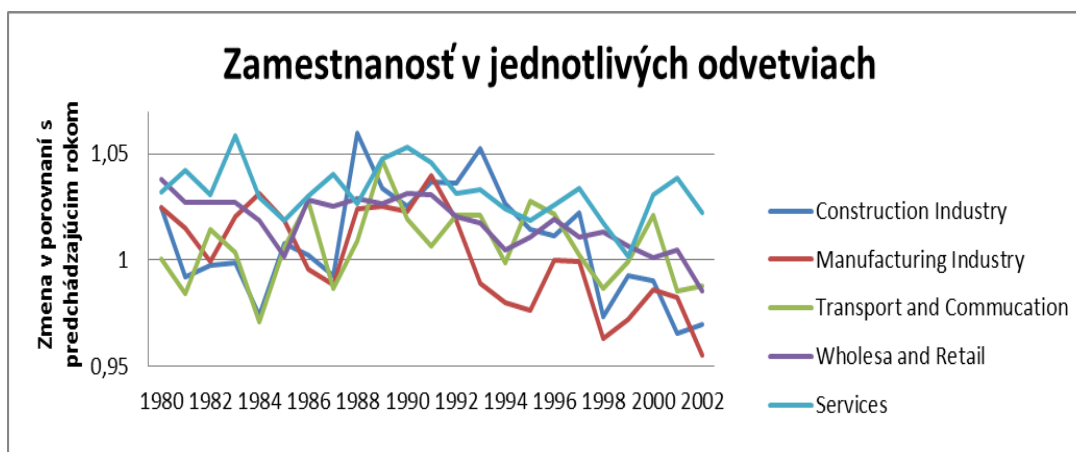
cien spotrebných statkov (o konštrukcii spotrebiteľského indexu a relevantnosti váh jednotlivých košov sme sa už bavili v predchádzajúcom priebehu).



Obr. 44 Vývoj PPI, CPI a RPI

Zdroj: National Bureau of Statistics of China, podľa vlastného spracovania

Ďalším identifikovaným príznakom hospodárskeho cyklu by mali byť relatívne vyššie realizované účtovné zisky u podnikov nachádzajúcich sa na začiatku celého výrobného procesu v rámci kapitálovej štruktúry. Pre naše potreby analýzy a zjednodušenie identifikácie príznaku nárastu účtovných ziskov využijeme ukazovateľ zamestnanosti v jednotlivých sektoroch ekonomiky. V súvislosti s realitnou bublinou nie sú prekvapiví údaje o najvyššom náraste zamestnanosti v sektore stavebníctva. Nárast zamestnanosti v priemyselnom odvetví bol krátkodobejšieho charakteru v porovnaní so stavebníctvom a to primárne z dôvodu prírodných faktorov vzniku realitnej bubliny akými boli napríklad špekulácie na realitnom trhu.



Obr. 45 Vývoj zamestnanosti vo vybraných sektoroch v závislosti na vzdialenosti od konečnej spotreby

Zdroj: National Bureau of Statistics, podľa vlastného spracovania

Ostanem pri predchádzajúcom grafe a využijem ho na identifikáciu posledného príznaku priebehu hospodárskeho cyklu, ktorým je pokles účtovných ziskov u podnikov realizujúcich vysoké zisky práve vo fáze boomu. V tomto prípade by teda mali byť zaznamenané významné poklesy zamestnanosti v odvetviach nachádzajúcich sa najďalej od spotreby. Popisná štatistika grafického zobrazenia vývoja zamestnanosti vo vybraných odvetviach potvrdzuje De Sotom identifikovaný predpoklad, pretože ako vidíme tak práve sektor stavebníctva a priemyselnej výroby zažívali v období boostu najvýraznejšie poklesy v porovnaní so službami, maloobchodom a veľkoobchodom.

6.3 Zhrnutie cenovej deflácie čínskej ekonomiky na prelome 21. Storočia

Čínska ľudovo demokratická republika prešla od roku 1978 významnými reformami, ktoré ju formovali na ceste hospodárskeho rastu v prostredí liberálnejšieho ekonomického, ale aj spoločenského prostredia. Otvorenie domáceho trhu, deregulácie a neustále narastajúci význam súkromného sektoru na úkor neefektívnych štátnych podnikov sa stali piliermi čínskeho ekonomického rastu. Ako sme si s využitím konceptu teórie rakúskeho hospodárskeho cyklu ukázali, tak Čína zažila v prvej polovici 90tych rokov hospodársky cyklus so systematickým pomýlením väčšiny ekonomických subjektov. Fáza bustu a následnej recesie nezasiahla reálnu ekonomiku, tak výrazne ako by sa predpokladalo a to prevažne z dôvodu ešte v tom období nerozvinutého akciového a realitného trhu na pozadí relatívne vysokej miery úspor. Napriek tomu však s prispáním umelej úverovej expanzie v prostredí nefungujúceho sektoru bankovníctva bolo realizovaných a alokovaných mnoho chybných investícií, ktoré museli byť v ozdravnej fáze hospodárskeho cyklu odstránené. Podstatným však pre našu analýzu je fakt, že po „schladení“ prehriatej ekonomiky nasledovalo obdobie hospodárskeho rastu, expanzie v rámci zahranič-

ného obchodu, technologických inovácii resp. investícii do kapitálových statkov na pozadí klesajúcej cenovej hladiny, ktorá vyústila až do deflačného vývoja. Hrozba v podobe všade deflačného strašiaka sa nedostavila a naopak v tomto období sa čínskemu hospodárstvu darilo držať stabilný rast.

7 Diskusia

V rámci analýzy vývoja všetkých sledovaných ekonomík podám v nasledujúcej časti dôležitú komparáciu jednotlivých makroekonomických ukazovateľov, ktoré boli identifikované vo všetkých troch analyzovaných prípadoch. Pre účely tejto práce si zvolené ukazovatele môžeme zjednodušene predstaviť ako reprezentatívne prvky pre jednotlivé oblasti.

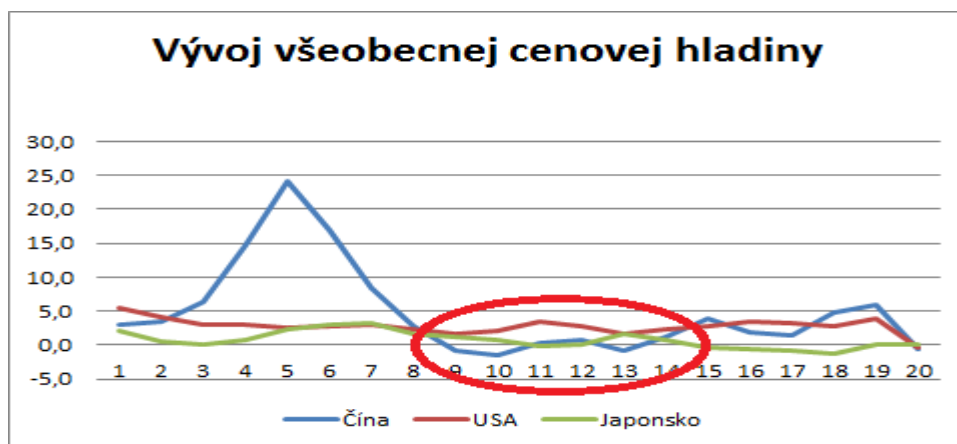
Nezamestnanosť a hrubý domáci produkt budú predstavovať výkon ekonomiky. Vývoj menových agregátov odzrkadľuje monetárnu politiku a ako som v priebehu práce ukázal, tak uvoľnená monetárna politika je jednou z významných príčin tvorby realitných a akciových bublín. Práve na týchto trhoch dochádza ku významným cenovým zmenám a z toho dôvodu sa pozrieme aj na zrovnanie vývoja realitných cenových indexov. Posledným ukazovateľom je všeobecná cenová hladina, ktorá bola jedným z najdôležitejších sledovaných ukazovateľov.

V rámci nasledujúcej komparácie je potrebné zobrať do úvahy heterogenitu sledovaných období. Nie len vzhľadom ku rozdielnosti národných a hospodárskych špecifikácií, ale aj ku obdobiam, kedy krajiny zažili skutočný hospodársky cyklus podľa ABCT. Pre naše potreby je dôležité, že práve na začiatku obdobia aj Čína aj Japonsko boli svedkami hospodárskeho cyklu s nasledovaným obdobím po booste s úverovou reštrikciou a klesajúcou cenovou hladinou. V prípade americkej ekonomiky zrejme nebude možné stotožniť vývoj s ostatnými dvomi ekonomikami, keďže sa sledované obdobie boli evidované dva hospodárske cykly s trošku odlišnými dôsledkami a to aj z dôvodu, že práve v USA mali prepady na akciových a realitných trhoch výraznejší dopyt na reálnu ekonomiku. Aj napriek tomu, však bude možné aj v rozdielnych časových intervaloch identifikovať spoločné a odlišné znaky pre skúmané hospodárske celky.

Vývoj hospodárstva Spojených štátov amerických a Číny bol sledovaný za obdobie 1990 – 2009 (1991 – 2009 pre nezamestnanosť) a vývoj Japonska za obdobie 1985 – 2004. Pre identifikovanú zrovnateľnosť bola časová rada japonských ukazovateľov posunutá, tak aby všetky sledované časové rady mali zhodný začiatok aj koniec.

Cenová hladina v čínskej ekonomike klesala do deflačnej roviny na prelome 21. storočia (1998, 1999, 2002). Japonská ekonomika zaznamenala v rámci indexu CPI záporných hodnôt v rokoch 1995, 1999, 2000 a 2001. Situácia v USA bola ovplyvnená dvomi realizovanými hospodárskymi cyklami, kedy v prostrední stabilných hodnôt indexu CPI uvoľnená monetárna politika Fedu bola príčinou splasnutia a vzniku bublín na akciových a realitných trhoch ruka v ruke s prepadom výkonu ekonomiky. Na tomto mieste by som rád poukázal na modifikovanú phillipsovu krivku z rakúskeho pohľadu o pozitívnom vzťahu medzi infláciou a nezamestnanosťou, pričom logika pozitívneho sklonu krivky spočíva v nerovnosti produkčnej štruktúry ako aj produktivity práce spolu s nižšími reálnymi mzdami v období pred a po boome. Preto sa v období po odstránení nesprávne alokovaných investícií nedostane nezamestnanosť na predchádzajúcu úroveň,

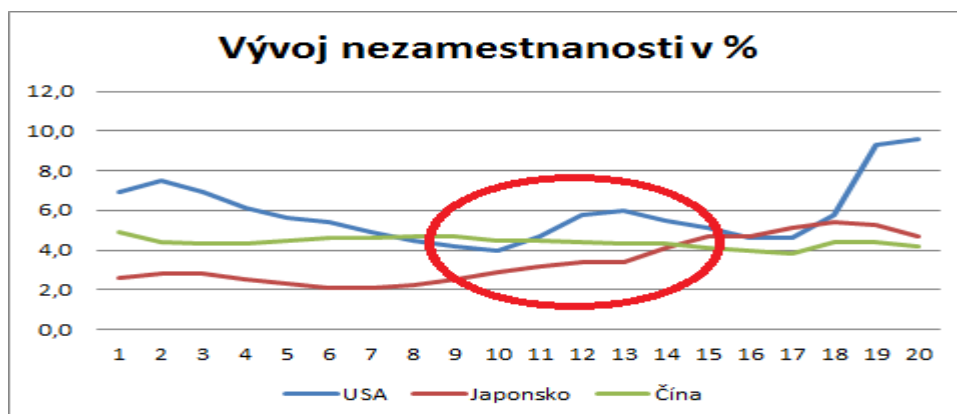
ale vyššiu. Na nasledujúcom grafickom zrovnaní je vyznačené spoločné obdobie klesajúcej a relatívne stabilnej cenovej hladiny.



Obr. 46 Vývoj hladiny spotrebiteľských cien

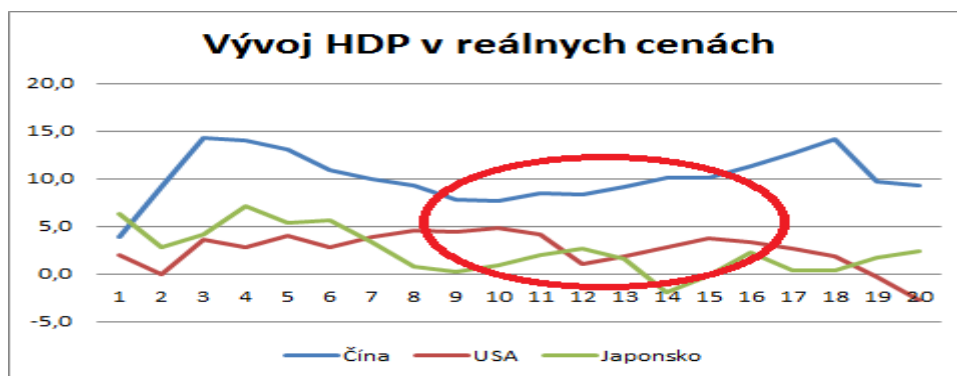
Zdroj: worldbank.org

Ďalšie grafické zrovnanie poukazuje na vývoj výkonových ukazovateľov počas vyššie uvedeného „deflačného“ obdobia, ktorými sú v našom prípade nezamestnanosť a HDP.



Obr. 47 Vývoj miery nezamestnanosti

Zdroj: worldbank.org

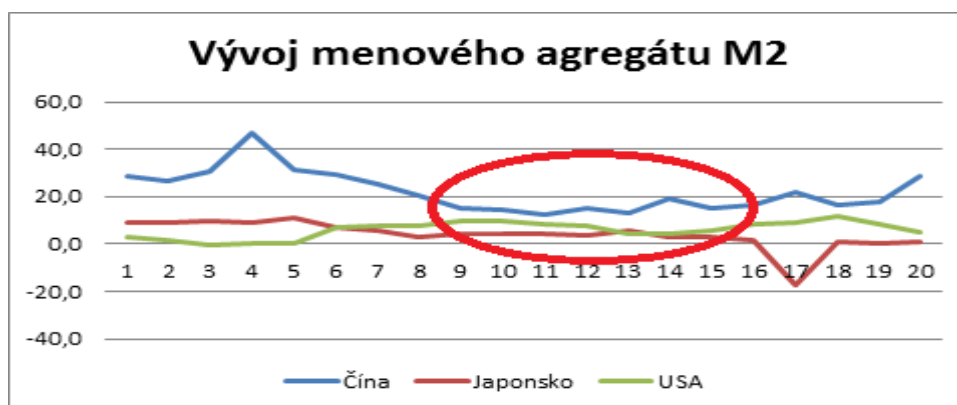


Obr. 48 Vývoj rastu reálneho HDP

Zdroj: worldbank.org

Čínska ekonomika zaznamenala v sledovanom období pokles nezamestnanosti aj rast HDP. Japonsko po splasnutí akciovej a realitnej bubliny taktiež zaznamenalo rast HDP. Nezamestnanosť v Japonsku za sledované obdobie síce rástla, avšak aj vzhľadom ku dlhodobému charakteru japonského trhu práce sa pohybovala v sledovanom období v hodnotách len okolo 3 %. Ako som uviedol v časti venovanej japonskému hospodárstvu, problémom boli mnohé fiškálne a monetárne zásahy podporujúce neefektívnosť alokovaných finančných zdrojov.

Na záver možno identifikovať spoločný znak všetkých troch sledovaných ekonomík v sledovanom období, ktorý súvisí s hospodárskym cyklom identifikovaným v rámci konceptu ABCT. Je ním uvoľnená monetárna politika v tomto prípade vyobrazená s pomocou ukazovateľa vývoja menového agregátu M2. Umelá úverová expanzia stojí na začiatku hospodárskeho cyklu ako jeho príčinný faktor. Vytvorené cenové bubliny na realitných a akciových trhoch sú dôsledkom takto realizovanej menovej politiky a sú sprievodným javom prebiehajúceho hospodárskeho cyklu. Preto sa v rámci zrovnania v sledovaných obdobiach pozrieme aj na cenový vývoj na trhu s nehnuteľnosťami.

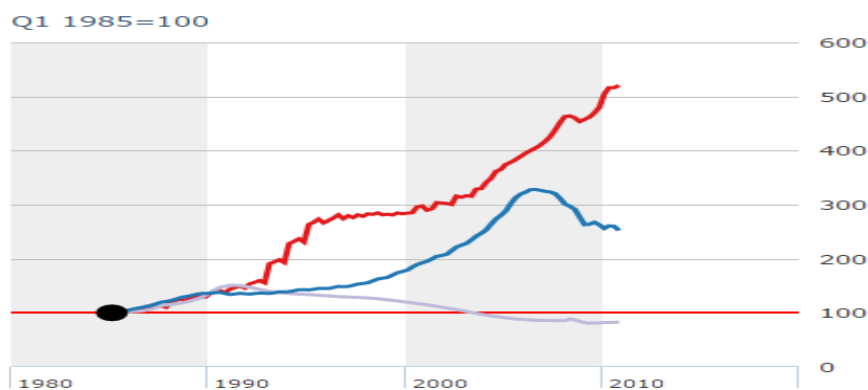


Obr. 49 Vývoj rastu menového agregátu M2

Zdroj: worldbank.org

Na základe vyššie uvedeného grafického zobrazenie možno tvrdiť, že v celom priebehu sledovaného obdobia uskutočňovali jednotlivé centrálny banky uvoľnenú

monetárnu politiku. Japonsko ako aj Čína po splasnutí vytvorených akciových a realitných bublín však zaznamenávali pokles prírastkov tohto ukazovateľa a to nie len v dôsledku neefektívnosti a nefunkčnosti oboch bankových systémov, ale aj ako dôsledok nutnej úverovej kontrakcie.



Obr. 50 Vývoj realitných cenových indexov (Čína – červená, USA – modrá, Japonsko – fialová)
Zdroj: economist.com

Na tomto grafickom zobrazení je vzhľadom na dostupnosť dát zachytený vývoj cenových indexov na jednotlivých trhoch s nehnuteľnosťami bez posunutia časových rád od roku 1985. Dôležitým poznatkom je, že v dôsledku uvoľnenej monetárnej politiky zo začiatku prudko rástli ceny na všetkých trhoch. Významným rozdielom, že okrem čínsky realitný trh sa prehrieva aj naďalej v porovnaní s americkým a japonským, ktoré zaznamenali výrazné prepady hodnôt indexov. Podstatnejším rozdielom v tejto oblasti bola prepojenosť s reálnou ekonomikou, ktorá v prípade Japonska a Číny nemala taký významný charakter ako v prípade USA.

Aký pohľad priniesla predchádzajúca komparácia časových rád sledovaných ukazovateľov za zvolené obdobie? Ako som poukázal v rámci analýzy jednoduchšej komparácie zvolených ukazovateľov, tak obdobie cenovej deflácie a úverovej kontrakcie v Číne a Japonsku, ktoré nasledovali po umelom prehriatí ekonomiky bolo spojené s relatívne pozitívnym výkonom ekonomiky. Americká ekonomika z dôvodu dlhodobého trvajúceho pumpovania peňazí do ekonomiky, väčšieho rozsahu a významu dopadu finančných trhov na reálnu ekonomiku nezaznamenala počas sledovaného obdobia cenovú alebo výraznú peňažnú defláciu.

Je peňažná ako aj cenová deflácia za takýchto podmienok prospešná pre hospodárstvo ako celok? Na základe zrovnávaných teoretických prístupov máme v tomto smere odlišné pohľady. Monetaristi vidia problém a príčiny recesie v úverovej kontrakcii, keynesiáni v nedostatočnom dopyte a hromadení peňazí. Naopak predstavitelia rakúskej ekonomickej školy vidia v tomto jave potrebný a nevyhnutný ozdravný proces, v ktorom je potreba realokácie zdrojov a navrátenia produkčnej štruktúry naspäť do takého stavu, aby v čo najväčšej miere odpovedala spotrebiteľským preferenciám na trhu.

Na základe prevedenej analýzy vzhľadom ku dostupným empiriám podporujúcich koncepty s logickou teoretickou stavbou by som sa v tomto prípade jednoznačne priklonil na stranu alternatívneho postoja ku deflačnému javu na dopytovej strane. Skutočne obe krajiny dokázali po procese nutného odstraňovania chybné alokovaných zdrojov realizovať rastúci výstup ekonomiky v podmienkach stabilnej a klesajúcej cenovej hladiny.

Je na mieste spomenúť aj veľmi významný faktor (ak nebudú v tomto prípade brané do úvahy centrálna banka) resp. činiteľ, ktorý sa v prípadoch oboch krajín podieľal na podporovaní umelého rastu ekonomiky a zároveň bol aj príčinou nedostatočného odstraňovania chybné alokovaných zdrojov a krátkodobého charakteru reálneho rastu výstupu ekonomiky. Tým činiteľom sú vládne organizácie. Japonsko sa snažilo hľadať liek na recesiu v podobe keynesiánskeho lieku stimulácie dopytu prostredníctvom veľkého objemu fiškálnych stimulov a podpory preferovaných vládnych odvetví. Taktiež aj v dôležitej ozdravnej fáze dochádzalo ku znárodňovaniu a reštrukturalizácii krachujúcich bánk. Čínsky problém z tohto uhľa pohľadu bol už od začiatku zakorenený v inštitucionálnom spoločenskom ako aj ekonomickom usporiadaní. Našťastie však po roku 1978 v spomínanom reformnom období dochádzalo ku zvyšovaniu významu súkromnej sféry na úkor štátnej, avšak vysoký vládny nátlak a štátny klientelizmus podpory neefektívnych štátnych korporácií ako aj ich samotnej existencie významne narúšali tržné prostredie a jeho procesy.

8 Záver

Zadaným cieľom mojej diplomovej práce v rámci praktickej časti bola definovaná identifikácia a odlišenie jednotlivých typov deflácie, ktoré sa vyskytli v skúmaných ekonomikách s nasledovným určením ich pôvodu, príčiny a dôsledkov. Za skúmané experimentálne prostredie, na ktorom boli sledované javy identifikované som si zvolil Japonskú a Čínsku ekonomiku. Vybrané krajiny sú medzi ekonómami nie len v akademicknej oblasti považované za typické príklady deflačných situácií. V prípade Čínskej ekonomiky je to obdobie z konca 90tych rokov a začiatku 21. storočia a pre Japonsko deflačné obdobie 90tych rokov často spájané aj s obdobím tzv. „stratenej dekády“.

V oboch prípadoch bolo potrebné analyzovať prostredie a stav, v ktorom sa jednotlivé hospodárstva nachádzali spolu s jednotlivými krokmi centrálnych inštitúcií majúciich dopad na vývoj deflačných situácií. Japonsko sa v 80tych rokoch pýšilo pozíciou tzv. „ekonomického tigra“. Vďaka kvalitným výrobkom, vysokej produktivite práce a pokročilým technológiám bolo Japonsko veľmi úspešné v medzinárodnom obchode s realizovanými prebytkami obchodnej bilancie. Ďalším pozitívnym znakom japonskej ekonomiky podporujúcim hospodársky rast bola vysoká miera úspor japonských domácností. Tá však v spojení s dereguláciou finančného sektoru a uvoľnenej monetárnej politiky viedla ku vytvoreniu akciovej a realitnej bubliny z druhej polovice 80tych rokov.

Situácia v Číne bola trochu odlišná. Po roku 1978 dochádza k reformnému obdobiu a naštartovaniu mimoriadneho hospodárskeho rastu. Ekonomická liberalizácia na čele s so zavádzaním politiky liberalizácie obchodu (2001 vstup do WTO), decentralizácie a veľmi dôležité navrátenie významu súkromnému sféry na úkor štátnych podnikov. Podobne ako v prípade Japonska bola významným rysom čínskej ekonomiky vysoká miera úspor a to vo všetkých oblastiach nie len, čo sa týka domácností.

Obe krajiny teda mali vytvorené vhodné prostredie pre udržateľný a zdravý hospodársky rast, ktorého dôležitým predpokladom sú úspory podľa konceptu ABCT. Nanešťastie však obe krajiny zažili skutočný hospodársky cyklus, ktorý bol spôsobený uvoľnením menovej politiky, dodatočnou úverovej kreácie a to všetko s dôsledkami pomýlenia jednaní ekonomických agentov a narušenia tržnej výrobnnej štruktúry, ktorá tak začala zaostávať pri odzrkadľovaní smerom ku spotrebiteľským preferenciám. Príznačným pre obe krajiny bolo nafúknutie a splasnutie bublín na akciových a realitných trhoch ako jeden zo zvyčajných sprievodných znakov skutočného hospodárskeho cyklu. V týchto prípadoch však pozitívom pre Japonskú ako aj Čínsku ekonomiku bolo, že splasnutie vytvorených bublín nezasiahlo v nejakej závažnej miere skutočnú ekonomiku.

S rastúcim výstupom ekonomiky je spojená tzv. rastová deflácia. Rast agregátnej ponuky v dôsledku rastúceho výstupu ekonomiky, stabilná domáca spotreba, dodatočný vysoký zahraničný dopyt ťahajúci zahraničný obchod, investície do kapitálu a predlžovanie výrobnnej štruktúry na pozadí klesajúcej cenovej hladiny až

do deflačného vývoja boli príznačným pre Čínske hospodárstvo v sledovanom období.

Je potrebné opätovne upozorniť, že pre japonskú ekonomiku bol identifikovaný deflačný vývoj v 90tych rokoch s pomocou ukazovateľa GDR, ktorý ako som uviedol lepšie odráža výkon ekonomiky vďaka meraným produkčným výdajom. Rastová deflácia, hlavne teda identifikovaná s produkčným cenovým indexom PPI, bola zaznamenaná v rokoch 1994 až 1996 z empirického hľadiska podporená rastom ukazovateľa GDR, ale aj GDP.

S hospodárskym cyklom podľa konceptu ABCT sa naopak spája ďalší typ deflácie tento krát na strane dopytu a to buď spôsobený prostredníctvom hromadenia peňazí, alebo úverovou kontrakciou. Úverová kontrakcia ako aj hromadenie peňazí sú častými dôsledkami uvoľnenej monetárnej politiky, úverovej kreácie a neudržateľného boomu po ktorých nasledovala v oboch krajinách realizácia reštriktívnej monetárnej politiky. To, že obidve krajiny hospodársky cyklus a jeho jednotlivé fázy zažili sme už v praktickej časti ukázali. V Japonsku práve po splasnutí spomínaných bublín až do začiatku opätovného naštartovania hospodárstva môžeme hovoriť o cenovej ako aj peňažnej deflácii. S peňažnou defláciou je spojená hromadenie peňazí resp. zvýšený dopyt po peňažných zostatkoch a na strane úverovej kontrakcie je to veľmi zlý stav japonského bankového sektora spojený s neochotou poskytovania dodatočnej likvidity do ekonomiky s ohľadom na udalosti, ktoré boli príčinou hospodárskeho cyklu. Cenovú defláciu v tomto prípade možno identifikovať ako sprievodný jav peňažnej deflácie.

V Čínskej ekonomike po prehriatí ekonomiky a realizácie uvoľnenej menovej politiky z konca 80tych a začiatku 90tych rokov došlo ku protiopatreniam. Reštrukturalizácia bankovníctva a výrazný pokles objemu peňazí pumpovaných do ekonomiky, hlavne v oblasti obmedzenie úverovania štátnych podnikov. I keď počas sledovaného obdobia jednotlivé menové agregáty stála zaznamenávali pozitívne prírastky, tak boli o mnoho nižšie ako v období boomu a spolu s nefungujúcimi kapitálovými trhmi a bankovým sektorom sa podobne ako v Japonsku neodzrkadlili v podobe premeny do reálnej ekonomiky.

Zhrnieme si teda predchádzajúce závery. V oboch prípadoch bola zaznamenaná rastová deflácia na ponukovej strane, ktorá nasledovala po období „regenerácie“ umelého prehriatia ekonomiky. Ako som definovali v rámci jednotlivých teoretických prístupov, takýto vývoj chápeme ako prospešný pre hospodárstvo. Ozdravný proces prebiehajúci po ukončení rastu neudržateľného charakteru, ktorý nemá úplne reálne základy je okrem iného typický sprievodnými javmi v podaní úverovej kontrakcie a hromadenia peňazí. Tieto dva faktory sú potom príčinou deflácie na ponukovej strane. Tá bola identifikovaná pre Japonsko vo fáze busty. V prípade Číny mali taktiež tieto dva faktory svoju účinnosť, avšak reštrikcia v úverovej kreácii mohla mať cenovo deflačný dopad až v období spolu s rastovou defláciou. To, že sa cenová deflácia ako sprievodný jav peňažnej deflácie alebo v tomto prípade úverovej kontrakcie neprejavila hneď ako pri Japonsku bol prebiehajúci hospodársky cyklus v podmienkach rastu výstupu s vysokým podielom úspor, ktoré tak dokázali zakryť časť neefektívne alokovaných zdrojov.

V prvej kapitole praktickej časti mojej práce je dôkladnejšie analyzovaný hospodársky cyklus Spojených štátov amerických s využitím konceptu rakúskej teórie hospodárskeho cyklu. Významnou súčasťou tohto konceptu je zmena relatívnych cien v priebehu hospodárskeho cyklu, ktorý je spôsobený uvoľnenou menovou politikou centrálnej banky, pričom svoju úlohu zohráva aj v konečnej fáze hospodárskeho cyklu prostredníctvom reštriktívnej politiky. Keďže v tejto práci pojednávam o deflácií, či už peňažnej, alebo tej cenovej, tak som považoval za relevantné implementovať do analýzy tento komplexný teoretický koncept, ktorý dopomohol ku identifikácii vyššie uvedených záverov.

9 Literatúra

- BALL, L., MANKIW, N., ROMER, DAVID. *The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off*, Brooking Papers on Economic Activity, Economics Studies Program, The Brookings Institution, vol. 19. 1988.
- BELLANTE, D., GARRISON, R. W. *Phillips Curves and Hayekian Triangles: Two Perspectives on Monetary Dynamics*, History of Political Economy 20, 1988. no. 2: 207–234.
- BERNANKE, B. S. *Deflation: Making sure „it“ does not happen here*. Speech 530, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). 2002.
- BLANCHARD, O. J. *Why Does Money Affect Output? A Survey*. Working papers 453, Massachusetts Institute of Technology (MIT), Department of Economics. 1987
- CARGILL, T. F., SAKAMOTO, T. *Japan since 1980*. New York: Cambridge University Press, 2008, xiv, 314 p. ISBN 0521672724.
- CARGILL, T. *Japanese Economic and Financial Stagnation and the Possibility of a Second Lost Decade*. Eijs Working Paper Series 199, The European Institute of Japanese Studies. 2004.
- DE SOTO, J. H. 2004. *Money, Bank Credit, and Economics Cycles*. English translation forthcoming from the Ludwig von Mises Institute. Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos. Madrid: Unión Editorial, 1998.
- Economic Research, Peking University and Department of Economics, Hong Kong *Economist Intelligence Unit*. 2001. Country Profile Japan. London, U.K.
- Findings of an Interdepartment Task Force, International Monetary Fund, 2003. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/def/2003/eng/043003.pdf>
- FISHER, I. *A statistical method for measuring "marginal utility" and testing the justice of a progressive income tax*. In Jacob Hollander (Ed.) *Economic Essays Contributed in Honor of John Bates Clark*. The Macmillan Co. 1927.
- FISHER, I. *Debt Deflation Theory of Great Depressions*, *Econometrica*, 1993. Vol. 1, 377-57
- FRIEDMAN, M. *Nobel Lecture: Inflation and Unemployment*. *Journal of Political Economy* 85, 1977. no. 3: 451–472.
- FRIEDMAN, M. *Wage Determination and Unemployment*. In Milton Friedman, ed., *Price Theory*. Chicago: Aldine, 1976. pp. 213–237.
- FRIEDMAN, M., ROSE, D. *Capitalism and freedom*. 40th anniversary ed. Chicago: University of Chicago Press, 2002, xvi, 208 p. ISBN 0226264211.
- GARRISON, R. W. *Hayekian Trade Cycle Theory: A Reappraisal*, *Cato Journal*, sv. 6, č. 2, 1986.
- GARRISON, R. W. *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure*, Routledge, 2000.

- HAYEK, F. A. *Unemployment and Monetary Policy*. San Francisco: Cato Institute. 1979
- HAYEK, F. A. *Prices and Production*. New York: Augustus M. Kelley. 1967
- HAYEK, F. A. *Speech at the East Leeds Labour Club (1975)*. In *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*. Chicago: University of Chicago Press. 1985.
- HAYEK, F. A. *The Constitution of Liberty*. Chicago: University of Chicago Press. 1971.
- HERBENER, J. *Revisiting the Japanese Miracle*. Unpublished paper. 1999.
<http://www.ccer.edu.cn/download/3024-1.pdf>
- International Financial Statistics Year Book*. 2001. International Monetary Fund. Washington, D.C.: Government Printing Office.
- JOHANSSON, R. *Deflation and Japan Revisited*. Working Paper No. 23. 2003.
- KEHOE, T., PRESCOTT, E. *Data Appendix to Great Depressions of the Twentieth Century*, Technical Appendices kehoe02, Review of Economic Dynamics. 2002.
- KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Macmillan. 1936, 403 s., ISBN 978-0-230-00476-4
- KEYNES, J. M. *A tract on monetary reform*. s.l.: BNpublishing, 2008. ISBN 9781607960812.
- KRUGMAN, P. *It Is Baaack: Japans Slump and the Return of the Liquidity Trap*. Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 29. 1998.
- KRUGMAN, P. *Japan's Trap*. 1998. Dostupné z: <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html>
- KRUGMAN, P. *Purging the Rottenness*. New York Times 25 April. 2001.
- KYDLAND, F., PRESCOTT, T. *Time to Build and Aggregate Fluctuations*, *Econometrica*, vol. 50, pp. 1345-1370, Nov. 1982.
- LIN, J. Y. *Is China's Growth Real and Sustainable?*, China Center for Economic Research, Peking University and Department of Economics, Hong Kong University of Science and Technology, 2004. No.E2004003. Dostupné z: <http://www.ccer.edu.cn/download/3024-1.pdf>
- LIN, J., HAHN, D., LEE, K. *China and the East Asian Model A „Comparative Institutional Analysis“ Perspective*. Working Paper Series no. 41, Institute of Economic Research, Seoul National University. 2001.
- LUCAS, R., SARGENT, T. *After the Phillips Curve: The Persistence of High Inflation and High Unemployment*. Boston, Mass.: Federal Reserve Bank of Boston. 1978.
- MA, G., W, YI. *China's High Saving Rate: Myth and Reality*, BIS working papers no. 312. 2010
- MANKIW, N. , ROMER, D. *New Keynesian Economics. Vol. 1: Imperfect competition and sticky prices*, MIT Press, 1991. ISBN 0-262-63133-4

- MANKIW, N. *Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly*. Quarterly Journal of Economics 100. 1985.
- MINSKY, H. *Stabilizing an Unstable Economy* (1986). Hyman P. Minsky Archive. Paper 144. 1986.
- MISES, L. *Human Action*. New Haven, Conn.: Yale University Press. 1953.
- MISES, L. *The Theory of Money and Credit*. Indianapolis, Ind.: LibertyClassics. 1981
- NAKAGAWA, S. *Why Has Japan's Household Savings Rate Remained High even during the 1990s?*. Empirical Analysis on Risk Bias Viewed by the Characteristics of the Household Sector. Bank of Japan. 1990.
- PHELPS, E. S. *Phillips curves, expectations of inflation and optimal unemployment over time*. *Economica* 34 (August): 254-281. 1967.
- PHILLIPS, A. W. H. *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957*. *Economica* 25, 1985. no. 100: 283-299.
- POWELL, B. *The Quarterly Journal of Austrian Economics Summer*. 2002, Volume 5, Issue 2, pp 35-50.
- RAVIER, A. O. *Seeking Full Employment: Studies in Austrian Macroeconomics and Comparative Economics*, Madrid: Unión Editorial. 2010
- REISMAN, G. *Capitalism*. Ottawa, Ill.: Jameson Books. 1996.
- ROGOFF, K. & TEAM. *Deflation, Determinants, Risks, and Policy Options*
- ROTHBARD, M N. *Deflation, Free or Compulsory*. In *Making Economic Sense*. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute. 1995b.
- ROTHBARD, M. N. *America's Great Depression*. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute. 2000.
- ROTHBARD, M. N. *Classical Economics*. Cheltenham, U.K.: Edward Elgar. 1995a
- ROTHBARD, M. N. *The Case for a 100 Percent Gold Dollar*. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute. 1991.
- ROTHBARD, M. N. *The Mystery of Banking*. New York: Richardson and Snyder. 1983
- ROTHBARD, N. *Man, Economy, and State*. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute. 1993.
- SALERNO, J. T. *An Austrian Taxonomy of Deflation*. Quarterly Journal of Austrian Economics 6. 2003.
- SALERNO, J. T. *The 'True' Money Supply: A Measure of the Supply of the Medium of Exchange in the US Economy*. *Austrian Economics Newsletter* 6: 1-6.1987.
- SAMUELSON, P., SOLOW, R. *The Problem of Achieving and Maintaining a Stable Price Level: Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy*. *American Economic Review* 50, 1960. no. 2: 177-194.
- SAY, J. B. *A Treatise on Political Economy; or The Production, Distribution, and Consumption of Wealth* [1st French ed. 1803], trans. from 4th French ed. by C.R.Prinsep, Boston, 1821.

SENNHOLZ, H. *How Can Europe Survive*. New York: D. Van Nostrand. 1955

SENNHOLZ, H. *The Politics of Unemployment*. Spring Mills, Penn.: Libertarian Press. 1987.

WHITE, W. *Modern Macroeconomics Is on the Wrong Track*, in IMF –Finance and Development, vol. 46, no. 4, December 2009.

ZHANG, W. *The Power of Ideas and Leadership in China's Transition to a Liberal Society*, Cato Journal, Vol. 35, No. 1 (Winter 2015).