

Kvantitativne uvoľňovanie v Japonsku a jeho dopad na HDP

Bakalárska práca

Vedúci práce:

Mgr. Ing. Pavlína Balcarová Ph.D.

Jana Balážová

Brno 2017

Ďakujem mojej vedúcej tejto bakalárskej práce Mgr. Ing. Pavlíne Balcarovej za jej cenné rady, pripomienky a ochotý prístup pri tvorbe práce.

Čestné prehlásenie

Prehlasujem, že som túto prácu: **Kvantitatívne uvoľňovanie v Japonsku a jeho dopad na HDP** vypracovala samostatne a všetky použité pramene a informácie sú uvedené v zozname použitej literatúry. Súhlasím, aby moja práca bola zverejnená v súlade s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách v znení neskorších predpisov, a v súlade s platnou *Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

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

Ďalej sa zaväzujem, že pred spísaním licenčnej zmluvy o využití diela inou osobou (subjektom) si vyžiadam písomné stanovisko univerzity o tom, 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 2. januára 2017

Abstract

Balážová, J. *Quantitative Easing in Japan and its Impact on GDP*. Bachelor Thesis. Brno: Mendel University in Brno, 2016.

During the period known as 'Two Lost Decades' Japan suffered by weak economic growth, deflation and negative output gap. By the end of 2012, Shinzo Abe was elected as prime minister of Japan and his plan so called 'Abenomics' included extensive quantitative easing by Bank of Japan, fiscal consolidation and structural reforms. Quantitative easing included a significant increase of monetary base and its goal was to achieve the 2% inflation target. It should have encouraged the private consumption and closed the output gap. The aim of this paper is analysis of macroeconomic indicators related to quantitative easing and finding whether inflation and real GDP have increased and the output gap has been closed or not.

Keywords

Monetary policy, quantitative easing, "Abenomics", Japan, transmission mechanism, deflation, inflation target, GDP.

Abstrakt

Balážová, J. *Kvantitatívne uvoľňovanie v Japonsku a jeho dopad na HDP*. Bakalárska práca. Brno: Mendelova univerzita v Brne, 2016.

Počas obdobia známeho ako „Dve stratené dekády“ trpelo Japonsko slabým ekonomickým rastom, defláciou a zápornou produkčnou medzerou. Koncom roka 2012 bol zvolený za premiéra Japonska Shinzo Abe, ktorého plán na obnovenie ekonomiky, zvaný „Abenomika“, zahŕňal rozsiahle kvantitatívne uvoľňovanie Centrálnou bankou Japonska, fiškálnu konsolidáciu a štrukturálne reformy. Kvantitatívne uvoľňovanie zahŕňalo výrazné navýšenie monetárnej bázy a zámerom bolo dosiahnutie 2% inflačného cieľa, čoho následkom malo dôjsť k povzbudeniu súkromnej spotreby a uzavretiu produkčnej medzery. Cieľom práce je analýza makroekonomických ukazovateľov spojených s uvoľňovaním a zistenie, či došlo k rastu inflácie, reálneho HDP a k uzavretiu produkčnej medzery alebo nie.

Kľúčové slová

Monetárna politika, kvantitatívne uvoľňovanie, „Abenomika“, Japonsko, tranzmisný mechanizmus, deflácia, inflačný cieľ, HDP.

Obsah

1	Úvod, cieľ a metodika práce	11
1.1	Úvod.....	11
1.2	Cieľ a metodika práce.....	12
2	Teória fungovania a vzťahov monetárnej politiky	13
2.1	Klasická monetárna politika.....	13
2.2	Netradičná monetárna politika.....	15
2.2.1	Kvantitatívne uvoľňovanie.....	15
2.3	Vzťahy medzi makroekonomickými ukazovateľmi.....	19
3	Východiskový stav ekonomiky	21
3.1	Vývoj do roku 1991 a Japonská akciová a realitná bublina.....	21
3.2	Dve stratené dekády (1992-2012).....	24
4	Plán „Abenomika“	29
4.1	Fiškálna konsolidácia a štrukturálne reformy.....	30
4.1.1	Fiškálna konsolidácia a stimuly.....	30
4.1.2	Štrukturálne reformy.....	31
4.2	Kvantitatívne monetárne uvoľňovanie.....	31
4.2.1	Nástroje kvantitatívneho uvoľňovania.....	33
4.2.2	Transmisný mechanizmus kvantitatívneho uvoľňovania.....	34
5	Vývoj vybraných makroekonomických ukazovateľov po spustení kvantitatívneho uvoľňovania	37
5.1	Menová báza.....	37
5.2	Inflácia.....	39
5.3	Úroková miera.....	40
5.4	Aktíva a investičné rozhodnutia.....	42
5.5	Menový kurz.....	43

6	Vyhodnotenie dopadu kvantitatívneho uvoľňovania na HDP Japonska	45
6.1	Nominálny, reálny HDP a produkčná medzera.....	45
6.1.1	Deflátor HDP.....	46
6.2	Vývoj zložiek HDP po spustení kvantitatívneho uvoľňovania	48
7	Záver	53
8	Literatúra	55
9	Zoznam obrázkov	60
10	Zoznam tabuliek	61
11	Zoznam použitých skratiek	62
A	Historický vývoj zložiek HDP	64

1 Úvod, cieľ a metodika práce

1.1 Úvod

Japonská ekonomika sa radí medzi najvyspelejšie ekonomiky sveta, napriek tomu sa však dlhodobo potýkala s defláciou a slabým ekonomickým rastom. V 80-tych rokoch japonský HDP rástol, burza cenných papierov a trh s nehnuteľnosťami prekvitali a japonské produkčné techniky boli považované za prvotriedne. To všetko trvalo len do roku 1991, kedy v Japonsku praskla bublina na trhu s nehnuteľnosťami a akciami. Hlavnými príčinami vzniku bubliny boli vysoká miera úspor, daňový systém a regulácia na trhu s nehnuteľnosťami a pôdou, slabé kontrolné mechanizmy bankového systému a uvoľnená monetárna politika. Časové obdobie od roku 1992 do 2012 sa nazýva „Dve stratené dekády“. Počas tohto obdobia v krajine prebehlo množstvo monetárnych, fiškálnych a štrukturálnych reforiem za účelom povzbudenia ekonomiky. Nijaké opatrenia však neboli dostatočne účinné na to, aby oživilu ekonomiku a tak v Japonsku dlhodobo klesal agregátny dopyt, narastal vládny dlh a krajina sa tak dostala do deflačnej špirály. Navyše túto situáciu zhoršovali finančné krízy, prírodné katastrofy a fakt, že japonské obyvateľstvo starne. Od druhej polovice 90-tych rokov trpela japonská ekonomika prevažne zápornou produkčnou medzerou, kedy reálny HDP nedosahoval úrovne potencionálneho HDP.

V roku 2012 sa dostal k vláde terajší premiér Shinzo Abe, ktorý už počas svojej kandidatúry dával verejnosti jasne najavo svoje plány ohľadom nie len fiškálnych, ale aj monetárnych reforiem, a to aj napriek nezávislosti Centrálnej banky Japonska. V roku 2013 sa Centrálna banka Japonska pripojila k Abeho plánu a pristúpila ku kvantitatívnemu monetárnemu uvoľňovaniu. Plán zvaný „Abenomika“ obsahuje okrem kvantitatívneho uvoľňovania aj štrukturálne reformy a fiškálnu konsolidáciu a stimuly. Tieto tri zložky plánu sa nazývajú piliermi a kvantitatívne uvoľňovanie je z nich najrozsiahlejšie. Monetárne a fiškálne opatrenia majú za cieľ navrátenie japonskej ekonomiky na úroveň potencionálneho produktu, zatiaľ čo štrukturálne reformy zvýšenie samotného potencionálneho produktu.

1.2 Cieľ a metodika práce

Cieľom tejto bakalárskej práce je vyhodnotenie dopadu kvantitatívneho uvoľňovania v Japonsku na hrubý domáci produkt a jeho jednotlivé zložky.

Práca sa venuje niekoľkým časovým obdobiam. Pre lepšie pochopenie situácie japonskej ekonomiky práca začína históriou od roku 1985. V roku 2013 Centrálna banka Japonska spustila kvantitatívne uvoľňovanie a jeho výsledky mali byť viditeľné do dvoch rokov, a preto práca končí rokom 2015. Z tohto dôvodu je práca rozdelená na niekoľko častí. Druhá kapitola poskytuje teoretický základ kvantitatívneho uvoľňovania, jeho transmisných mechanizmov a vzťahov vybraných makroekonomických ukazovateľov. Tretia kapitola vychádza z ekonomického stavu od roku 1987, kedy Japonsko postihla bublina na trhu s nehnuteľnosťami a akciami, ktorá v roku 1991 praskla. S využitím zahraničných literárnych zdrojov je popísaná príčina vzniku bubliny a ekonomický vývoj Japonska do roku 2012, kedy japonská vláda spustila program „Abenomika“. V rámci histórie dvoch stratených dekád sú opísané najväčšie problémy Japonska, kvôli ktorým napriek snahe zo strany vlády aj centrálnej banky nedošlo k oživeniu ekonomiky. Centrálna banka sa pripojila v roku 2013 k plánu „Abenomika“ a v kapitole venovanej tomuto plánu sú vysvetlené jeho hospodárske reformy a cieľ, ktorý mal dosiahnuť. Hlavným cieľom Centrálnej banky Japonska bol inflačný cieľ na úrovni 2 %, ktorý mal byť dosiahnutý pomocou troch nimi predpokladaných kanálov transmisného mechanizmu kvantitatívneho uvoľňovania.

Dopady reforiem sú vyhodnotené na základe skutočných výsledkov Centrálnej banky Japonska, ktoré mali byť viditeľné do dvoch rokov od spustenia uvoľňovania, teda do konca roka 2015. Postupnosť vyhodnocovania výsledkov je založená ako na predpokladaných kanáloch transmisného mechanizmu kvantitatívneho uvoľňovania, ktorými sú substitučný kanál a kanál bankového financovania, tak na kanáloch transmisného mechanizmu monetárnej politiky, kam patrí úverový, úrokový a kanál menového kurzu a bohatstva. Z tohto dôvodu sú najprv vyhodnotené vývoje hodnôt menovej bázy, inflácie, úrokovej miery, aktív, investičných rozhodnutí obyvateľstva a menového kurzu. Hodnoty týchto makroekonomických ukazovateľov sú porovnávané s ich očakávaným vývojom. Nasledovne v samostatnej kapitole je vyhodnotený dopad na HDP. Analýza HDP sa zameria nie len na jeho prípadný rast v reálnych a nominálnych hodnotách, uzavretie produkčnej medzery, ale aj na jednotlivé zložky reálneho HDP, vzhľadom na to, že jedným zo zámerov centrálnej banky bolo povzbudenie súkromnej spotreby a jedným z cieľov samotného plánu „Abenomika“ bolo zníženie vládneho dlhu. Okrem súkromnej spotreby a vládnych výdajov je vyhodnotený dopad kvantitatívneho uvoľňovania aj na investície a čistý export. Pri investíciách sa sleduje nie len ich prípadný rast v reálnych hodnotách, ale taktiež ich rozdelenie. Čistý export a jeho zložky sú vyhodnotené v reálnych aj nominálnych hodnotách, vzhľadom na fakt, že na tieto zložky HDP má dopad nie len zmena cenovej hladiny v krajine, ale aj zmena menového kurzu a zmeny vo svetovej ekonomike.

2 Teória fungovania a vzťahov monetárnej politiky

2.1 Klasická monetárna politika

Monetárna (menová) politika spolu s fiškálnou politikou tvoria základ hospodárskej politiky krajiny v tržnej ekonomike. Všeobecne je jej cieľom udržanie vonkajšej a vnútornej menovej stability a tým podporovanie dosiahnutia celkovej makroekonomickej rovnováhy krajiny. Za vonkajšiu stabilitu považujeme stabilnú hodnotu menového kurzu, za vnútornú zaistenie stability domácej cenovej hladiny (Revenda, 2012).

Klasická menová politika spočíva v tom, že centrálna banka, ako tvorca menovej politiky, reguluje domáce krátkodobé úrokové miery, aby nakoniec ovplyvnila infláciu, HDP a zamestnanosť. Všeobecne je možné tento proces opísať, ako reguláciu operačného cieľa centrálnou bankou prostredníctvom nástrojov monetárnej politiky za účelom dosiahnutia sprostredkujúceho cieľa a nakoniec konečného cieľa. Spôsob, akým operačný cieľ pôsobí na konečný cieľ, sa nazýva transmisný mechanizmus menovej politiky (Jílek, 2013).

Konečné ciele centrálnych bánk v oblasti menovej politiky sa vo svete však môžu od seba líšiť. Tieto ciele sú obvykle stanovené zákonom o centrálnej banke. Mnoho centrálnych bánk má všeobecné ciele, ako udržiavanie ekonomickej stability. Špecifickými cieľmi môžu byť nízka a stabilná inflácia, nízka nezamestnanosť, prudký ekonomický rast, koordinácia s fiškálnou politikou alebo stabilný menový kurz (Samuelson a Nordhaus, 2013).

Vplyv klasickej monetárnej politiky na ekonomiku

Centrálna banka zvyčajne na riadenie monetárnej politiky nakupuje a predáva krátkodobé dlhové cenné papiere, aby tak ovplyvnila krátkodobé nominálne úrokové miery. Takéto nákupy a predaje majú vplyv nie len na úrokovú mieru, ale aj monetárnu bázu, teda množstvo hotovosti a bankových rezerv v danej ekonomike. Nákupom krátkodobých cenných papierov, zvyšovaním MB a znižovaním úrokových mier centrálna banka ovplyvňuje cenu aktív, výmenných kurzov a cenu akcií. Tieto zmeny majú ďalej vplyv na rozhodovanie v ekonomike. Vyššie ceny akcií môžu priamo stimulovať spotrebu a podnikové investície vďaka zvyšovaniu bohatstva obyvateľov. Nižší výmenný kurz znižuje cenu domácich produktov a tie sa stávajú konkurencie schopnejšie oproti tým zo zahraničia. Nižšie úrokové miery podporujú požičiavanie peňazí za účelom spotreby a investícií (Fawley a Neely, 2013). Keď centrálna banka znižuje krátkodobú úrokovú mieru za účelom zvýšenia inflácie, HDP a zamestnanosti, jedná sa o expanzívnu monetárnu politiku. V prípade zvyšovania krátkodobej úrokovej miery ide o reštriktívnu monetárnu politiku. Proces, vďaka ktorému spolupôsobí monetárna politika centrálnej banky s ostatnými bankami a zvyškom ekonomiky a dochádza tak ku

stanoveniu úrokových mier, výstupu a inflácie sa nazýva transmisný mechanizmus (Samuelson a Nordhaus, 2013).

Transmisný mechanizmus monetárnej politiky

Podľa Jílka (2013) transmisný mechanizmus pôsobí súbežne viacerými cestami, ktoré sa nazývajú kanály menovej politiky. Štyrmi základnými kanálmi sú úverový kanál, kanál bohatstva, úrokový kanál a kanál menového kurzu. Tieto kanály sú opísané nasledovne.

1. Úverový kanál je kanál ponuky úverov zo strany bánk a dopyt po úveroch zo strany domácností a podnikov. Týmto kanálom dochádza k rastu objemu úverov, teda peňažnej zásoby. Peňažná zásoba má v dlhodobom horizonte vplyv na infláciu. Zníženie úrokových mier spôsobuje zvýšenie záujmu o úvery zo strany domácností a podnikov. U domácností platí najmä to, že znížením úrokových mier sa im znížia úrokové náklady na nové úvery alebo hypotéky. Následkom môže byť, že sa rozhodnú pre kúpu nehnuteľnosti, tým sa zvyšujú ich výdaje. U podnikov platí, že v dobe nízkych úrokových mier zvyšujú svoje investície a znižujú zásoby. Zníženie úrokových mier teda zvyšuje peňažnú zásobu, spotrebu domácností a investície podnikov. To zvyšuje domáci dopyt a následne aj infláciu, HDP a zamestnanosť.
2. Kanál bohatstva, alebo aj kanál cien aktív, je kanálom zvýšenia alebo zníženia bohatstva domácností a podnikov. To pôsobí priamo na domáci dopyt, teda nie na peňažnú zásobu. Tržná hodnota cenných papierov sa mení nepriamo úmerne s úrokovými mierami. To znamená, že keď sa úroková miera zníži, tak hodnoty cenných papierov alebo aktív rastú. Dôvodom je, že budúce očakávané peňažné toky z nich sa teraz diskontujú nižšou úrokovou mierou, takže aktuálna hodnota aktív je vyššia, ako v čase vysokých úrokových mier. Zároveň platí, že pri nižších úrokových mierach si viac domácností môže dovoliť vziať hypotéku od banky, čím sa zvyšuje dopyt po nehnuteľnostiach. A zvýšenie dopytu zvyšuje ich cenu.
3. Úrokový kanál spôsobuje, že znížením krátkodobých úrokových mier domácnosti a podniky uprednostňujú utrácanie peňažných prostriedkov pred ich sporením. Tým sa zvýši dopyt po domácich produktoch a službách.
4. Kanál menového kurzu spôsobuje, že zmena úrokových mier okamžite pôsobí na menový kurz domácej meny, ak funguje v režime plávajúceho kurzu. Zníženie úrokových mier vedie k okamžitému odlivu špekulačných peňazí do zahraničia, pretože sa domáca mena stáva pre subjekty trhu menejcenná. To znamená, že investovanie peňažných prostriedkov v zahraničí v inej mene a pri vyššej úrokovej sadzbe, im prinesie v budúcnosti vyšší zisk ako v menej domácej. Znížený záujem o domácu menu ju oslabuje.

Podľa Soukupa (2010) dôležitú rolu zohráva aj cielenie inflácie. Vyhlásením inflačného cieľa chce centrálna banka ovplyvniť hlavne inflačné očakávania na trhu. Inflačný cieľ je pre verejnosť zrozumiteľný. Na základe prognózy potom centrálna banka nastavuje úrokové miery.

2.2 Netradičná monetárna politika

Niekedy však môže nastať situácia, keď centrálna banka chce naďalej stimulovať ekonomiku, ale krátkodobá nominálna úroková miera je už blízko nule. Situáciu, keď sa nominálne úrokové miery blížia k nule, nazývame pasca likvidity (Samuelson a Nordhaus, 2013).

Taylorovo pravidlo hovorí, že inflácia je rozdiel medzi reálnou a nominálnou úrokovou mierou (Investopedia, 2016). Ak by v čase nulovej nominálnej úrokovej miery chcela centrálna banka naďalej vykonávať expanzívnu monetárnu politiku, podľa Tayloroveho pravidla by sa mali úrokové miery posunúť do negatívnych hodnôt. Problémom však je, že tržné úrokové miery sú efektívne ohraničené nulovou hranicou, na rozdiel od tých centrálna určených (Joyce a kol., 2012). Dôvodom prečo tržné úrokové miery neklesnú pod nulovú hranicu je, že ľudia sa vždy môžu rozhodnúť držať svoje peňažné prostriedky v hotovosti namiesto ich uloženia na bankové účty za negatívnu úrokovú mieru. Mnohí ekonómovia sa obávajú, že v tejto situácii sú centrálna banka bezradné, iní tvrdia, že centrálna banka môžu aj naďalej ovplyvňovať ceny a výstup ekonomiky a to zvyšovaním likvidity, presnejšie nákupom dlhodobých aktív (Fawley a Neely, 2013). Takéto ovplyvňovanie ekonomiky sa radí medzi netradičné formy monetárnej politiky. Netradičná monetárna politika môže mať mnoho podôb. V niektorých prípadoch sa môže jednať o zavedenie spomínanej zápornej úrokovej miery alebo cielenie inflácie. Bežnejšia forma však zahŕňa masívnu expanziu rozvahy centrálna banka a pokus o ovplyvnenie tržných úrokových mier inak ako cez krátkodobé oficiálne úrokové miery vyhlasované centrálnou bankou, najčastejšie sa jedná o kvantitatívne uvoľňovanie (Joyce a kol., 2012).

2.2.1 Kvantitatívne uvoľňovanie

Podľa Ledenyova a Ledenyova (2013), kvantitatívne uvoľňovanie (*Quantitative easing*, QE) znamená, že centrálna banka uvoľní dostatočný kapitál do komerčných a investičných bánk za účelom zvýšenia likvidity v národnom bankovom systéme s cieľom zlepšiť existujúcu situáciu v národnom hospodárstve. Centrálna banka realizuje QE nákupom finančných aktív od komerčných bánk a iných inštitúcií, teda vytvára peniaze a nalieva stanované množstvo peňazí do ekonomiky. QE môže pomôcť pri snahe, aby inflácia nepadla pod určenú hodnotu. Rizikami sú, že takáto politika bude buď príliš efektívna v boji proti deflácií a bude viesť k vysokej inflácii alebo že nebude efektívna vôbec, a to v prípade, že banky nebudú požičovať iným subjektom v ekonomike svoje navýšené rezervy vzniknuté predajom cenných papierov centrálna banke. Pre pochopenie druhého problému je potrebné rozlišovať, čo je monetárna báza a ponuka peňazí.

Na stránkach Bank of Japan (2000) je uvedené, že monetárna báza (MB) je definovaná, ako celková hodnota peňazí v obehu, vrátane peňazí držaných finančnými inštitúciami, a momentálnych vkladov finančných inštitúcií na účtoch centrálna banka. Monetárna báza ukazuje, koľko likvidity ponúka centrálna banka, narozdiel od nej existuje ponuka peňazí, v prípade Japonska označovaná agregátom

M2, ktorý ukazuje koľko peňazí v ekonomike je momentálne dostupných pre súkromný sektor. Centrálna banka môže vždy zvýšiť MB nákupom vládnych dlhopisov alebo korporátnych dlhopisov od súkromných finančných inštitúcií. MB však ostane v bankovom sektore až dovtedy, kým finančné inštitúcie nepožičiajú tieto peniaze ďalej súkromným dlžníkom. Ekonómovia sledujú práve vývoj M2, pretože je úzko spojený s infláciou a nominálnym HDP (Value Investing Basics, 2015).

Podľa Fawley a Neely (2013) by nákup dlhodobých cenných papierov centrálnou bankou a zvyšovanie MB malo vplyvať na reálne dlhodobé úrokové miery. Pre pochopenie ako monetárna politika potencionálne vplyva na dlhodobé úrokové miery je užitočné si rozložiť n -ročný reálny zisk dlhopisu, a to nasledovne.

$$y_{t,t+n} = \bar{y}_{t,t+n} + TP_{t,n} - E_t\pi_n, \quad (1)$$

kde $y_{t,t+n}$ je očakávaný reálny zisk v čase t z n -ročného dlhopisu, $\bar{y}_{t,t+n}$ je priemerná očakávaná jednodňová (*overnight*) úroková miera za n rokov v čase t , $TP_{t,n}$ je prémie z n -ročného dlhopisu v čase t a $E_t\pi_n$ je očakávaná priemerná miera inflácie za n rokov v čase t . Dlhodobý reálny zisk môže teda klesnúť z troch dôvodov:

- Očakávaná inflácia vzrastie,
- očakávaná úroková miera klesne,
- prémie klesne.

Okrem situácie, kedy sa centrálna banka zaviazne k nulovej úrokovej miere je práve nákup dlhopisov a zvyšovanie bankových úverov spôsob, ako ovplyvniť tieto tri body (Fawley a Neely, 2013). Nasledne je vysvetlené za akých podmienok a pomocou akých transmisných mechanizmov je možné nákupom cenných papierov centrálnou bankou ovplyvniť výstup ekonomiky.

Transmisný mechanizmus kvantitatívneho uvoľňovania

„Nákupom aktív centrálna banka rozširuje svoju rozvahu. Môže sa jednať o nákup vládnych dlhopisov, ale aj o cenné papiere vydané súkromným sektorom. Takýto nákup znižuje dlhodobé úrokové miery cez znižovanie zaručenej úrokovej miery (term premia) cenných papierov.“ (Fawley a Neely, 2013, str. 54). Spolu s Joyce a kol., (2012) sa zhodujú, že táto metóda funguje na základe kanálu rovnováhy portfólia (*portfolio balance channel*). To znamená, že nákup kvantity určitého typu rizika, napríklad nákup cenných papierov určitej dĺžky doby splatnosti, spôsobí, že investori budú požadovať nižšiu kompenzáciu za držanie zvyšného množstva tohto typu rizika na trhu a term prémie klesne. Pokles term prémie ďalej spôsobí, že niektorí investori presunú svoje investície do iných cenných papierov podobného typu rizika.

Podľa Joyce a kol. (2012) existujú dva hlavné kanály vďaka ktorým nákup cenných papierov centrálnou bankou môže ovplyvniť ekonomiku. Nazývajú sa substitučný kanál portfólia (*portfolio substitution channel*) a kanál bankového financovania (*bank funding channel*). Obrázok č.1 zobrazuje transmisný

mechanizmus kvantitatívneho uvoľňovania založený na týchto dvoch hlavných kanáloch.



Obr. 1 Transmisný mechanizmus kvantitatívneho uvoľňovania
Zdroj: Joyce a kol., 2012

Substitučný kanál portfólia

Tento kanál je zobrazený v hornej polovici obrázku č.1 a pôsobí vždy v čase QE. Podľa Joyce a kol. (2012), nazačiatku centrálna banka nakúpi vládne dlhopisy, najmä od nebankových subjektov. Väčšina peňazí získaných predajom vládnych dlhopisov centrálnej banke sa objaví na účtoch v komerčných bankách. V prípade, že by dlhopisy a bankové účty boli dokonalé substitúty, tak v období nulovej úrokovej miery by sa ekonomika dostala do pasce likvidity a žiadne navyšovanie MB nákupom vládnych dlhopisov by nevedlo k redukcii ich ziskov alebo ziskov iných aktív. Dôvodom by bolo, že ľudia by peniaze získané predajom dlhopisov jednoducho uložili na svoje účty v bankách a nechali ich tam. Existujú však dva dôvody, prečo bankové účty a dlhopisy nemôžu byť substitútmi, vďaka čomu môže byť kvantitatívne uvoľňovanie úspešné. Prvý je spojený s preferovanými stanoviskami subjektov na trhu a druhý s oceňovaním rizika dĺžky trvania držby dlhopisu.

Čo sa vlastne stane pri kúpe dlhopisov? Investori predajom dlhopisov centrálnej banke za peniaze v podstate vymenia dlhodobé aktíva za krátkodobé. Väčšina investorov, najmä penzijné fondy a poisťovne, majú vo svojich rozvahách dlhodobé pasíva a preto uprednostňujú také aktíva, ktoré sú svojou dobou splatnosti rovné dĺžke trvania pasív. Z tohto dôvodu sa rozhodnú že, za prostriedky získané predajom vládnych dlhopisov centrálnej banke, si kúpia iné dlhodobé aktíva, ako sú napríklad podnikové dlhopisy. Tento príklad vysvetľuje preferované stanoviská, pretože určité subjekty na trhu preferujú dlhodobé aktíva pred krátkodobými.

Nákupom vládnych dlhopisov centrálna banka redukuje zásobu súkromne držaných dlhodobých aktív na trhu, to má vplyv na výšku ich prémie a v konečnom dôsledku sa ceny dlhodobých rizikových aktív zvýšia. Ich ceny sa zvyšujú práve z dôvodu vyššie spomenutých preferovaných stanovísk, pretože dopyt po dlhodobých aktívach podobným predaných vládnych dlhopisov sa zvýšil. Spolu s nárastom cien týchto aktív dochádza k poklesu ich zisku a úrokových mier. Nárast cien aktív uľahčí podnikom získavanie finančných prostriedkov vďaka zlepšeniu ich profilu zo strany úverových podmienok. Domácnostiam, ktoré vlastnia tieto dlhodobé aktíva sa zlepší ich finančná situácia. Ak by domácnosti spotrebovali časť svojho nadobudnutého bohatstva a firmy investovali svoje extra finančné prostriedky na kapitálovom trhu, dopyt a HDP by sa zvýšilo (Joyce a kol., 2012). Toto sa nazýva kanál rovnováhy portfólia a považuje sa za základ fungovania kvantitatívneho uvoľňovania a zhoduje sa s takzvanými preferovanými stanoviskami, kedy investori uprednostňujú určité typy aktív.

Kanál bankového financovania

Obrázok č.1 taktiež zobrazuje kanál bankového financovania. Podľa Joyce a kol. (2012) môže tento kanál zlepšiť dostupnosť bankových úverov. Avšak funguje len v situácii, kedy sú si komerčné banky isté schopnosťou vlastného financovania. Čím viac sú banky znepokojené schopnosťou vlastného refinancovania, tým menej sú ochotné požičiavať. Nákup vládnych dlhopisov centrálnou bankou navýši bankové rezervy ostatných bánk a tieto peniaze môžu banky ďalej požičiavať. Tento kanál môže byť veľmi slabý v prípade, že banky sa rozhodnú nové finančné prostriedky na účtoch svojich klientov uložiť ako rezervu u centrálnnej banky. Dôvodom je, že tieto účty sú krátkodobé a prostriedky z nich môžu byť vybrané klientmi vo veľmi krátkom časovom horizonte a banky potrebujú mať dostatok likvidity v prípade, že sa klienti rozhodnú nárazovo vyberať svoje peniaze. V tomto prípade je lepšie, ak si klienti bánk svoje finančné prostriedky nadobudnuté predajom vládnych dlhopisov uložia na dlhodobé účty. V tomto prípade by došlo ku zvýšeniu bankových úverov, alebo aspoň k zabráneniu znižovania ich počtu. Zlepšenie dostupnosti úverov v konečnom dôsledku pozitívne vplýva na celkový dopyt v danej ekonomike. Pokles dlhodobých úrokových mier, nárast cien aktív a zvyšovanie dopytu by v konečnom dôsledku malo mať za následok zvyšovanie miery inflácie v danej ekonomike.

2.3 Vzťahy medzi makroekonomickými ukazovateľmi

Hrubý domáci produkt a produkčná medzera

Hrubý domáci produkt (HDP) meria „menovú hodnotu finálnych statkov a služieb vyprodukovaných v krajine za určité časové obdobie“ (Callen, 2012). Všeobecne ho je možné počítať tromi spôsobmi. Prvý prístup je metóda finálnych produktov, ďalej to je výdajová metóda a dôchodková metóda (Callen, 2012). Pre účel tejto práce nie je potrebné detailne vysvetľovať každú z nich. Hodnota HDP nám ako hodnota výkonnosti ekonomiky nepovie nič o rozdelení produkcie v ekonomike. Preto sa používa výpočet HDP na obyvateľa, ktorý ponúka aspoň nejakú predstavu o stupni produkcie pripadajúcej na priemerného jednotlivca v ekonomike (Andolfatto, 2005). HDP je zvyčajne počítané v nominálnych cenách, takto však nie je možné zhodnotiť, či celkový výkon ekonomiky rastie alebo klesá. Preto je potrebné hodnotu HDP očistiť o vplyv inflácie a zmenu cien statkov a služieb, čím dostaneme reálny HDP, počítaný v stálych cenách. Na základe reálneho HDP je možné skúmať výkon ekonomiky v čase a porovnávať ho medziročne. Podiel nominálneho a reálneho HDP predstavuje cenu HDP, označovanú ako deflátor HDP.

Podľa Samuelson a Nordhaus (2013) je výdajovú metódu možné HDP zapísať ako súčet štyroch zložiek a to spotreby (C), investícií (I), vládnych výdajov (G) a čistého exportu (NX).

$$HDP = C + I + G + NX \quad (2)$$

Takto vypočítame reálny alebo nominálny HDP, podľa toho, či počítame so stálymi cenami alebo momentálnymi na trhu. Na rozdiel od neho potencionálny HDP, alebo potencionálny produkt, predstavuje maximálne udržateľnú úroveň výstupu ekonomiky. Je daný jej výrobnou kapacitou, ktorá závisí na množstve dostupných zdrojov (kapitálu, práce, pôdy, atď.) a technologickej úrovni hospodárstva. Potencionálny produkt má tendenciu rásť pomaly. Oproti tomu skutočný výstup je vo veľkej miere ovplyvnený hospodárskymi cyklami alebo zmenou vo výdajoch z iných dôvodov, preto sa môže pohybovať pod alebo nad potencionálnym produktom (Samuelson a Nordhaus, 2013).

Rozdiel medzi potencionálnym a skutočným výstupom sa nazýva produkčná medzera. Pozitívna produkčná medzera nastáva keď sa skutočný výstup nachádza nad potencionálnym, toto sa deje, keď je dopyt veľmi vysoký. Aby bolo možné plne odpovedať na dopyt v ekonomike, musia podniky a zamestnanci pracovať nad ich kapacity. Pokiaľ sa skutočný výstup dlhšie nachádza nad potencionálnym, začnú rásť ceny. Negatívna produkčná medzera nastáva v opačnej situácii, keď je dopyt v ekonomike veľmi slabý. Keď je produkčná medzera nulová, znamená to plnú zamestnanosť, a že sa skutočný produkt rovná potencionálnemu. V čase recesie je typická negatívna produkčná medzera. Vtedy by centrálna banka mala nastaviť svoju monetárnu politiku tak, aby stimulovala ekonomický rast, a to znižovaním úrokových mier za účelom prevencie pred spadnutím inflácie pod inflačný cieľ centrálnej banky (Jahan a Mahmud, 2013).

Fisherova rovnica a deflačná špirála

Nominálna úroková miera by mala byť približne rovná súčtu reálnej úrokovej miery a miery inflácie.

$$r_t^n \approx r_t + \pi_t \quad (3)$$

Tento vzťah sa dá opísať aj tak, že nominálna úroková miera by mala byť funkciou očakávanej reálnej úrokovej miery a očakávanej miery inflácie. Tieto očakávané hodnoty je však ťažké predvídať, preto hodnota očakávanej miery inflácie sa počíta na základe aktuálnej miery inflácie. Tento predpoklad je založený na historických dátach, ktoré preukázali, že inflačné očakávania oneskorene kopírujú vývoj aktuálnej miery inflácie. Hoci táto korelácia nie je úplne dokonalá, najmä čo sa týka krátkodobých pohybov, ekonómovia berú tento vzťah za pravdivý a na základe neho počítajú reálnu úrokovú mieru (Andolfatto, 2005).

Po úprave vzťahov Fisherovej rovnice do situácie, kedy sa ekonomika nachádza v deflácií, dostaneme vzťah dlhodobej nominálnej úrokovej miery (i_{LT}), reálnej úrokovej miery (r) a očakávanej deflácie ([Deflation]^e). Tento vzťah je možné zapísať nasledovne.

$$r = i_{LT} + [Deflation]^e \quad (4)$$

V čase deflácie klesá spotreba aj investície. Predávajúci v takejto situácii nie sú ochotní predávať svoj tovar a služby pri nízkych cenách a kupujúci ich odmietajú kupovať, pretože na základe momentálnej deflácie očakávajú pokles cien aj v budúcnosti. Súkromní aj podnikoví investori nemajú záujem o nové investície a pôžičky, pretože v situácii kedy reálne ceny medziročne klesajú, reálne hodnoty ich nesplatených dlhov rastú v čase. Takéto správanie má za následok pokles dopytu a ďalej posilňuje defláciu. Mnoho podnikov v deflačnom prostredí prepúšťa zamestnancov, neplatí im odstupné a zmrazujú im platy. Klesajúce platy a narastajúca nezamestnanosť ďalej vyvíjajú tlak na dopyt. Všetky tieto faktory spôsobujú deflačnú špirálu, kedy platy klesajú, podniky bankrotujú a tak ďalej. Dostať sa z deflačnej špirály je veľmi náročné, tak ako to zažíva Japonsko posledné dve dekády (Dorgan, 2013).

3 Východiskový stav ekonomiky

V 80-tych rokoch bola japonská ekonomika závisťou iných krajín. HDP rástlo niekoľko desaťročí, burza cenných papierov a trh s nehnuteľnosťami prekvitali a japonské produkčné techniky boli považované za prvotriedne. Toto všetko sa však zmenilo začiatkom 90-tych rokov minulého storočia (Hausman a Wieland, 2014).

3.1 Vývoj do roku 1991 a Japonská akciová a realitná bublina

„K bubline dochádza, keď nadmerné očakávania budúceho cenového vývoja prestrelia vplyv fundamentálnych faktorov určujúcich dopyt a ponuku a zároveň je dopyt nadmerne poháňaný, špekulatívne očakávania začínajú mať materiálny efekt vďaka pomoci vonkajšieho financovania, hlavne úverov.“(Pirounakis, 2013, cit. podľa Stuchlíková, 2014, s.57).

Za hlavné príčiny vzniku bubliny na trhu nehnuteľností a akcií v Japonsku, sa považuje vysoká miera úspor, daňový systém a regulácia trhu s nehnuteľnosťami a pôdou, slabé kontrolné mechanizmy bankového systému a uvoľnená monetárna politika. Do začiatku 70-tych rokov minulého storočia v Japonsku neexistoval žiaden dôchodkový systém, čoho následkom bolo, že si Japonci museli sami šetriť. Toto šetrenie spôsobilo, že v bankách bolo veľké množstvo nahromadených peňazí, čím sa stali úvery ľahko dostupnými (Mrva, 2012).

Daňový systém a regulácia na trhu s nehnuteľnosťami a pôdou umožnili nárast ich cien, pretože zdanenie transakcií s nehnuteľnosťami bolo výrazne nižšie ako daň z ich samotného držania. Ich majitelia očakávali nárast predajných cien, a preto odkladali ich predaj, čím zvyšovali ich ceny. Rovnaká situácia bola u pôdy (Stuchlíková, 2014). Niektorí ľudia tvrdia, že zvyšovanie cien pôdy počas 80-tych rokov bolo spôsobené štrukturálnymi zmenami v japonskej ekonomike, najmä koncentráciou ekonomických aktivít v Tokiu. Tokio bolo v tom čase dôležitým medzinárodným strediskom a to zvyšovalo dopyt po kanceláriách, čo vyvíjalo nátlak na nedostatok pozemkov v centre mesta. To však podľa Noguchi (1994) nevysvetľovalo zvyšovanie cien pozemkov a kancelárií v iných veľkých mestách Japonska. Podľa Shiratsuka (2003) bol problém týkajúci sa cien pozemkov z pohľadu stability finančného systému zapríčinený ich náhlým rastom cien a hromadením úverov v sektore nehnuteľností a príbuzných odvetví, ktoré boli v tom čase pod nedostatočným dohľadom.

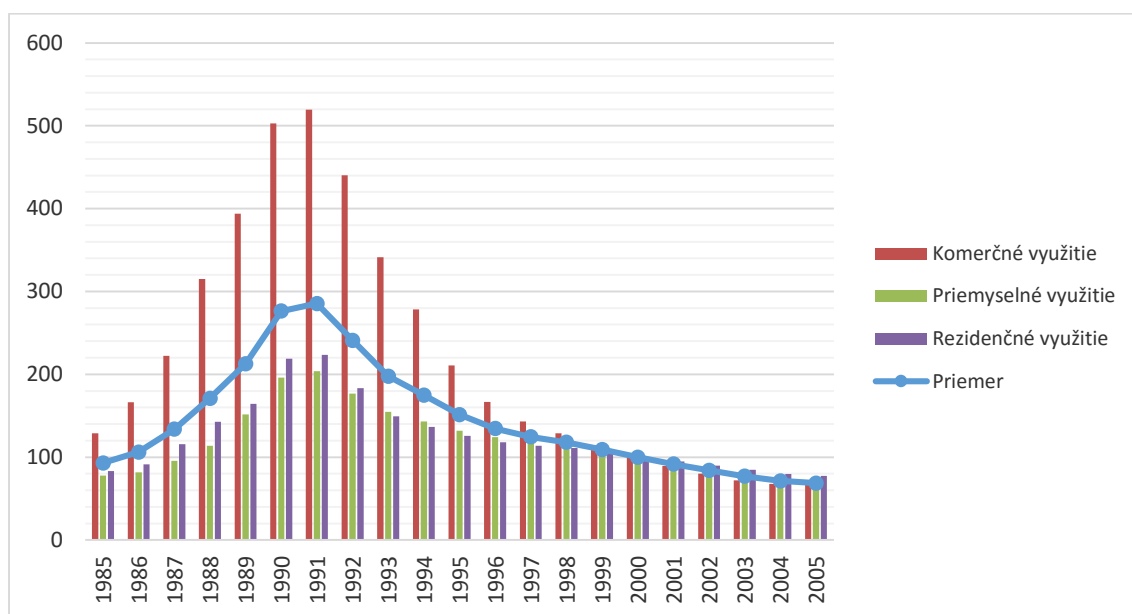
Roku 1980 začala postupná finančná deregulácia, ktorá viedla k znižovaniu ziskovosti bankového sektora. Šlo o to, že získavanie finančných prostriedkov (*fundraising*) sa vďaka liberalizácii stalo pre veľké firmy prístupnejšie a tak už nemuseli byť naďalej veľmi závislé na bankách. Na druhej strane však banky neboli natoľko liberalizované a len postupne sa im umožňoval vstup na trh s cennými papiermi. A tak banky začali vo veľkom poskytovať úvery malým a stredným podnikom. Nehnuteľnosti sa v tej dobe stali všeobecne uznávané ako záloha. Banky poskytovali naproti týmto zálohám úvery a taktiež poskytovali nové hypotéky. V oboch prípadoch za veľmi nízke úrokové sadzby (Shiratsuka, 2003). Takéto

nadmerné poskytovanie úverov komerčnými bankami spôsobuje nadmerný rast peňažnej ponuky, vyjadrenej pomocou menového agregátu M2.

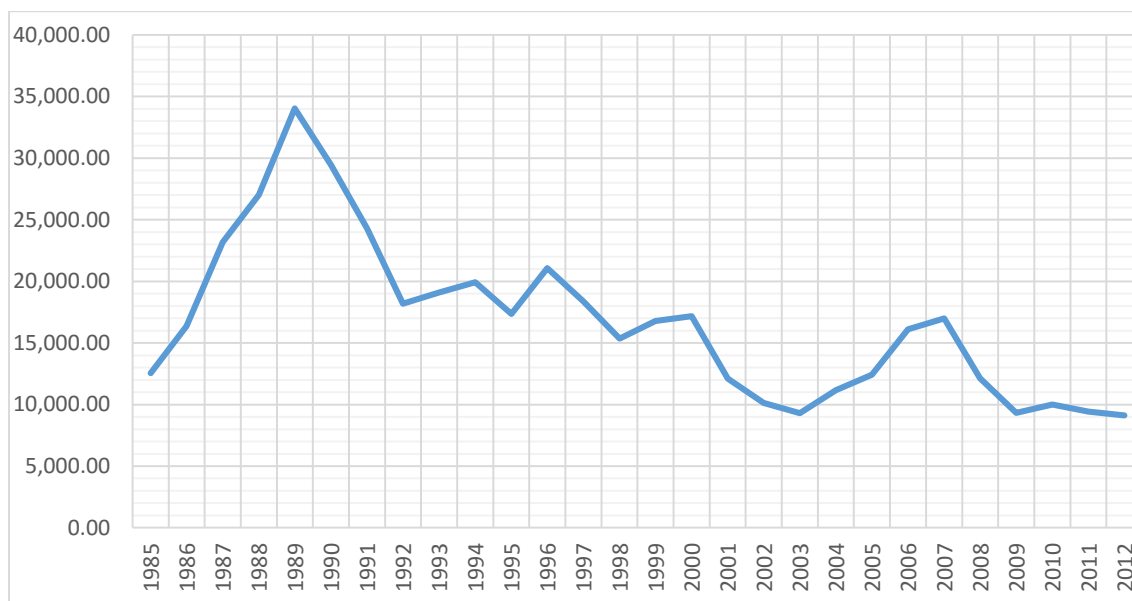
„Kohout (2007) uvádza, že vznik cenových bublín je podporovaný predovšetkým nadmernou úverovou expanziou a aktívnou monetárnou politikou jednotlivých centrálnych bánk, resp. komerčných bánk. Rast peňažnej ponuky totiž môže spôsobiť nadmerné býčie očakávania investorov, ktoré zapríčini rast cien majetkových cenných papierov a podľa Shiratsuka (2003) povedie k „prehriatiu“ ekonomickej aktivity, resp. k nadmernému rastu nie len spotreby, ale aj investícií.“ (cit. podľa Širuček, 2013, s.86)

Ďalším dôležitým faktorom, ktorý viedol nielen k zvyšovaniu cien aktív, ale aj k samotnej bubline bolo silné zhodnotenie japonského jenu, d'alej JPY. V roku 1985 bola jeho hodnota 259 JPY/USD a do roku 1988 sa JPY zhodnotilo na úroveň 124 JPY/USD. Pod tlakom Ministerstva financií (*Ministry of Finance*, MOF) a ostatných zemí G7 (Kanada, Francúzsko, Nemecko, Taliansko, Japonsko, Spojené Kráľovstvo) musela Centrálna banka Japonska (*Bank of Japan*, BoJ) pristúpiť v roku 1986 k znižovaniu diskontnej sadzby na 5 % a v roku 1987 na 2,5 %. Rok 1987 je považovaný za začiatok bubliny, pretože ekonomika sa v tomto roku dostala do fázy expanzie. Začala rýchlo rásť ponuka peňazí, množstvo poskytnutých úverov a ceny aktív. Vyššie je uvedené, že rast ponuky peňazí môže viesť k rastu spotreby a investícií. A presne to sa stalo v Japonsku. Od roku 1987 rástli investície do nehnuteľností a cenných papierov a taktiež spotrebné výdaje domácností, čo spolu viedlo k rýchlemu zvyšovaniu ich cien. To sa premietlo do inflácie aktív, ktorá sa prejavovala prudkým rastom burzových indexov a indexov ceny a pôdy (Stuchlíková, 2014).

Japonský burzový index sa nazýva Nikkei 225 Average. Nikkei 225 sa používa ako cenovo-vážený akciový index 225 japonských akcií, s ktorými sa obchoduje na Tokijskej burze (Nikkei Indexes, 2016). Nikkei 225 dosiahol najvyššiu hodnotu 38 115,32 JPY v decembri roku 1989, čo je hodnota 3,5 krát vyššia ako na začiatku roku 1985 (vid' obr.3). Ceny nehnuteľností a pozemkov dosiahli vrchol v roku 1991, keď index priemernej ceny pozemku v šiestich hlavných mestách Japonska dosahoval hodnotu 285,30, čo je trojnásobná hodnota z roku 1985 (vid' obr.2). Obr.2 a obr.3 zobrazujú dlhší časový horizont ako len do roku 1991 z dôvodu poukázania na rýchly nárast a následný dlhodobý pokles cien aktív od prasknutia bubliny.



Obr. 2 Vývoj indexu ceny pôdy v šiestich hlavných mestách Japonska v rokoch 1985 až 2005
Zdroj: Bank of Japan, 2016.



Obr. 3 Vývoj Nikkei 225 Average v rokoch 1985 až 2012, v jench.
Zdroj: Economic Research, 2016.

V roku 1989 sprísnila BoJ menovú politiku. Zvýšila diskontnú sadzbu z 2,5 % na 4,25 %, sprísnila menovú kontrolu a obmedzila množstvo peňazí, ktoré mohli banky požičiavať proti zálohe v podobe nehnuteľnosti. To všetko z obavy pred možnými inflačnými tlakmi v dôsledku zvýšenia ponuky peňazí a pokračujúcemu oslabovaniu jenu. To však viedlo k strmému poklesu cien aktív (vid' obr.3) a japonská bublina praskla. Japonská ekonomika sa dostala do recesie (Stuchlíková, 2014).

3.2 Dve stratené dekády (1992-2012)

Obdobie, ktoré začalo prasknutím bubliny a trvalo 20 rokov, nazývame „Dve stratené dekády“ („*Two Lost Decades*“). Prvých 10 rokov stagnácie ekonomiky sa štúdie zameriavali na finančné problémy ako sú bankové nevykonné pôžičky, narušené rozvahy firiem a deflácia, ako hlavné problémy stagnácie ekonomiky. Na začiatku 21. storočia Japonsko vo veľkej miere vyriešilo problém s pôžičkami ako aj problémy rozváh, ale ekonomický rast sa len ťažko zvyšoval (Fukao, 2013).

Bilančná recesia

Podľa Koo (2011) rozdiel medzi japonskou recesiou po roku 1991 a bežnou recesiou je hlavne v tom, že po prasknutí bubliny sa súkromný sektor zameriaval hlavne na minimalizáciu dlhu namiesto maximalizácie zisku. Keď praskla bublina, ceny aktív kúpených za cudzí kapitál sa náhle prepadli, zatiaľ čo dlh, ktorý ich nákupom vznikol, zostal rovnaký. Domácnosti a podniky za účelom zlepšenia svojej finančnej situácie začali šetriť a splácať svoje dlhy, aby tak vyrovnali dlhy vo svojich rozvahách. Takéto správanie má nepriaznivý dopad na agregátny dopyt a privádza ekonomiku do špecifického typu recesie. Koo túto recesiou nazýva bilančná recesia (*balance-sheet recession*). V roku 1995 BoJ znížilo úrokové miery takmer na nulu (viď obr.1), ale v tejto situácii nemá monetárne uvoľňovanie za účelom zvyšovania spotreby a investícií žiaden efekt, pretože nikto si nie je ochotný požiť peniaze ani pri nulovej úrokovej miere. Ekonomika sa tak môže vo fázy recesie dostať do deflačnej špirály. Fukao (2013) považuje šetrenie japonského obyvateľstva od roku 1991 až za chronické a označuje ho za dlhodobý problém.

Starnutie obyvateľstva

Veľký nárast v dlhovekosti, nízka pôrodnosť a zdanlivo žiadna imigrácia sa odrazili na tom, že Japonsko rýchlo starne. Dĺžka života je najvyššia na svete, počet práceschopného obyvateľstva začal klesať v 90-tych rokoch, kedy generácia populačnej explózie (*babyboom generation*) z rokov 1947 až 1949 odchádzala do dôchodku v roku 2007 (Anderson, Botman a Hunt, 2014). Podľa nich počet staršieho obyvateľstva bude v ďalších rokoch naďalej narastať, zatiaľ čo pôrodnosť značne klesá. Existujúca deflácia sa javí ťažšie zdolateľnou aj kvôli starnutiu obyvateľstva. Nishizaki, Sekine a Ueno (2012) sa spolu s nimi zhodujú, že ceny klesajú, keď ponuka nedokáže dostatočne rýchlo odpovedať na zmeny zo strany dopytu. Príkladom je, keď staršie obyvateľstvo zvyšuje dopyt po zdravotnej starostlivosti a znižuje dopyt po automobiloch, pozemkoch, vzdelaní alebo doprave. Ak ponuka starostlivosti je regulovaná štátom a nie je dostatočná, spotrebitelia začnú sporiť dúfajúc v budúce navýšenie kapacít v zdravotníctve a zároveň klesajú ceny pozemkov. Starnutie obyvateľstva viedlo k zvýšeným vládnym výdavkom na dôchodky, zdravotnú starostlivosť a k zníženiu daňových príjmov. Podľa Yoshino a Taghizedeh-Hesary (2014) staršia časť japonského obyvateľstva drží väčšinu aktív, mladí ľudia majú najmenej. Staršia populácia preferuje držanie depozít, vládných dlhopisov a majú zriadené poistenia. Japonci uprednostňujú investovanie do vládných dlhopisov pred

investíciami do akcií. Dôvodom je, že dlhopisy sú považované za bezpečnejšie a taktiež väčšina investorov sa mení po 2 až 3 rokoch, preto nemajú záujem o dlhodobejšie zhodnocovanie.

Narastajúci vládny dlh

Japonsko od prasknutia bubliny neustále navyšovalo vládny dlh, ktorý bol výsledkom nahromadených deficitov. Za začiatok narastajúceho vládneho dlhu sa považuje zavádzanie fiškálnych balíčkov od druhej polovice 90-tych rokov, keď bola ekonomika Japonska postihnutá prasknutím bubliny. Za posledné dve dekády mala vláda snahu o fiškálnu konsolidáciu, ale nikdy netrvala dost' dlho na to, aby dosiahla požadované výsledky a tak vládny dlh naďalej rástol (Doi, Hoshi a Okimoto, 2011). Štatistiky OECD.Stat (2016) a Svetovej banky ukazujú, že v roku 1991 bol japonský vládny dlh na úrovni 47 % z HDP a do konca roka 2012 narástol do výšky 196 % HDP. Koo (2008) je toho názoru, že zvyšovanie vládnych výdajov pomocou fiškálnych balíčkov je kľúčovou politikou na udržanie rastu HDP pred možným poklesom. Dáva to domácnostiam a bankám dostatok času na splatenie svojich dlhov. Takýto prístup je podľa neho oveľa efektívnejší, ako keby vláda išla cestou znižovania daní, hoci aj tento spôsob podpory spotreby japonská vláda skúsila. Zvyšovanie vládnych výdajov zvyšovalo agregátny dopyt a to je dôvod, prečo nominálny ani reálny HDP nikdy nepadol pod úroveň, ktorú dosiahol v čase bubliny. V podstate je možné povedať, že si vláda kupovala ekonomický rast na dlh.

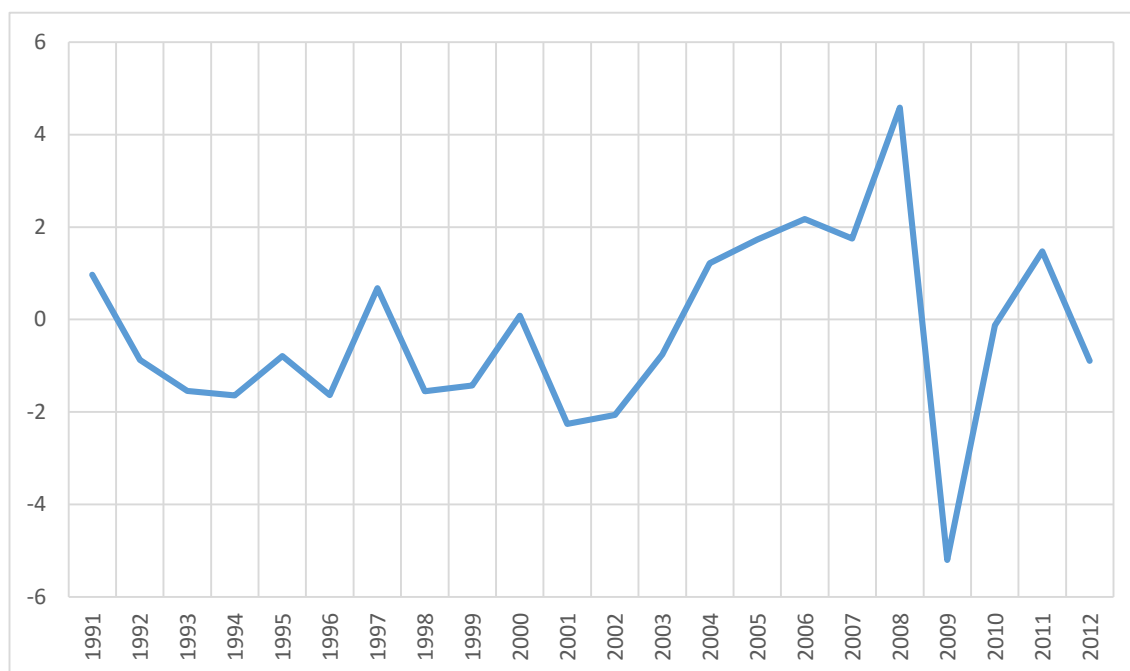
Deflácia a produkčná medzera

Od roku 1992 Japonsko trpí dlhodobou, hoci miernou, defláciou (viď obr.4). Inflácia dosiahla zápornú hodnotu prvýkrát v roku 1992, keď klesla na -0,875 %. Do roku 2004 mierne presiahla nulovú hranicu len v roku 1997 a 2000. Od roku 2004 sa pohybovala nad 1 %, až do roku 2004, kedy nadobudla 4,58 % a rok na to padla na -5,2 % kvôli vypuknutiu globálnej finančnej krízy. Shirai (2013) poukazuje aj na nastavovanie cien statkov a služieb v deflačnom prostredí. Podľa neho deregulácie, zosilňujúca sa súťaživosť medzi domácimi a zahraničnými trhmi, finančná kríza a prepád domáceho dopytu vytvárali dlhodobú tlak na firemné marže a mzdy. Firmy a obchody začali nastavovať svoje ceny na základe cien konkurentov a nie na základe produkčnej medzery alebo vývoja cien. To malo vplyv na znižovanie cien.

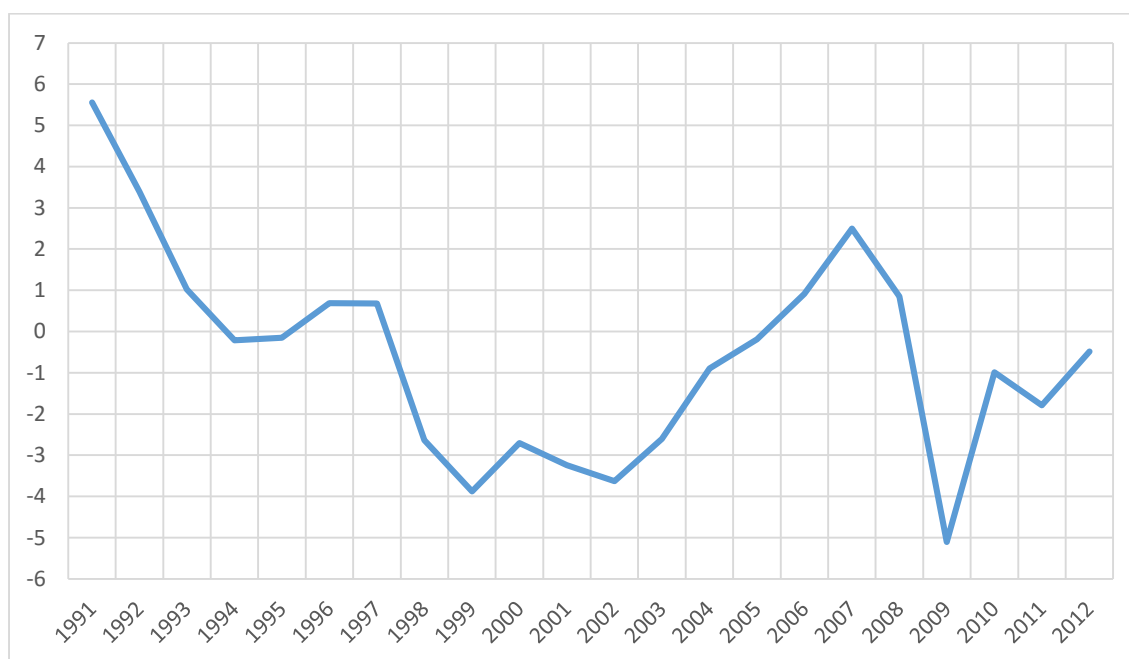
Od roku 1991 trpelo Japonsko nedostatočným dopytom. Dôvodom je pokles investícií a obrovské úspory, ktorých príčinou je vysoká miera úspor. Najmä vysoká miera úspor sťažuje prekonanie deflácie a dostáva krajinu do situácie, kedy napriek veľmi aktívnej fiškálnej politike Japonsko pokračuje vo veľkej zápornej produkčnej medzere už viac ako 20 rokov (Fukao, 2013). Po zvážení výhod a nákladov je všeobecne deflácia považovaná za menej žiadanú než inflácia. Pokiaľ sa deflácia predlžuje v čase, ceny a mzdy majú tendenciu medziročne klesať. Firmy a domácnosti zisťujú, že ich náklady na financovanie z cudzích zdrojov rastú v reálnych hodnotách, nehľadiac na veľmi nízke dlhodobé úrokové miery. Preto investície a spotreba podporovaná externými zdrojmi financovania klesá, čo tlmí

ekonomický rast. V súvislosti s Japonskom, môže deflácia viesť k depreciácii jenu, znižovaniu cien aktív a ku škrtom v daňových príjmoch (Shirai, 2013).

Nishikazi (2012) dodáva, že za dlhodobú zápornú produkčnú medzeru môže jednoducho nešťastie. Japonsko bolo niekoľkokrát zasiahnuté obrovskými negatívnymi šokmi zo strany dopytu. Prvým bol kolaps po prasknutí bubliny v roku 1991, ďalej Japonská finančná kríza a Ázijská menová kríza v druhej polovici 90-tych rokov, kolaps americkej IT bubliny na začiatku 21.storočia a globálna finančná kríza v roku 2008. V roku 2010 dosiahol rast HDP hodnotu 4,7 %, ale táto vznikajúca obnova ekonomiky bola zvrátená hneď rok na to, keď v roku 2011 klesol rast na -0,5 %, hlavným vinníkom bolo zemetrasenie a tsunami. Táto katastrofa zapríčinila takmer 20 000 úmrtí a zničila 275 000 domov (Hausman a Wieland, 2014).



Obr. 4 Vývoj inflácie meranej pomocou CPI v rokoch 1991 až 2012, v %
Zdroj: Bank of Japan, 2016.



Obr. 5 Vývoj hodnoty produkčnej medzery v rokoch 1991 až 2012, v %
Zdroj: OECD.Stat, 2016.

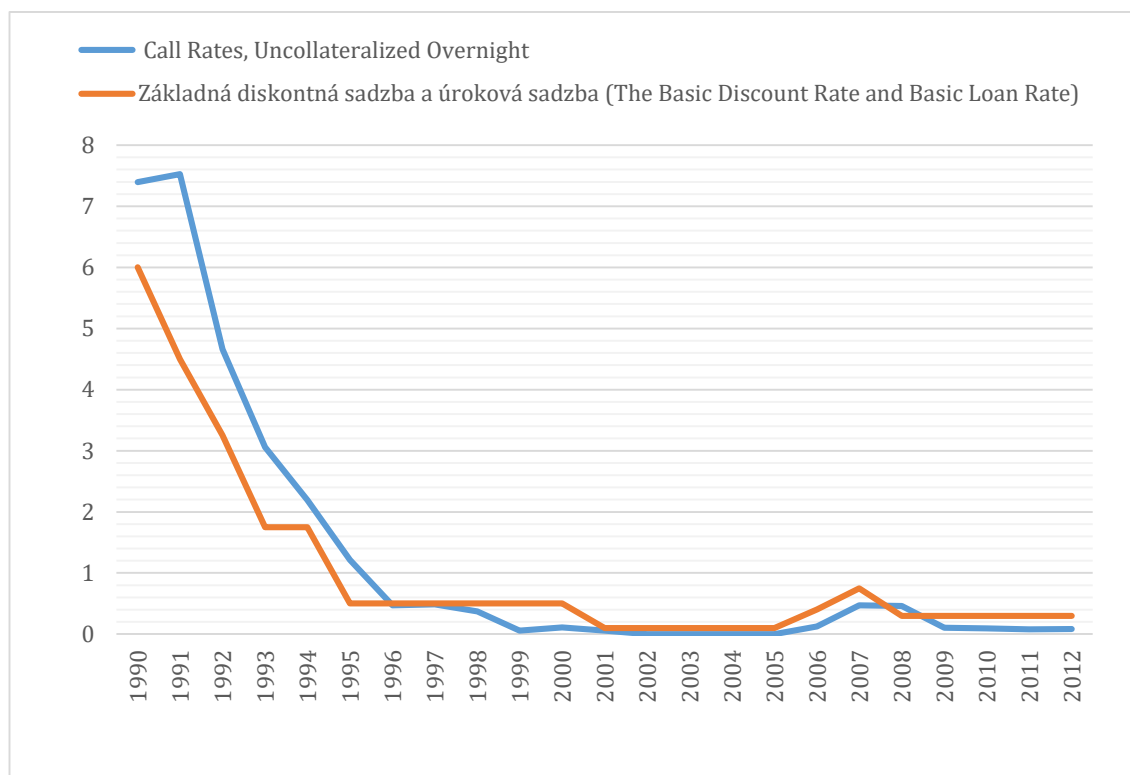
Na historických dátach produkčnej medzery, (vid' obr.5) je vidieť, že po prasknutí bubliny produkčná medzera prudko klesla a od roku 1994 do roku 2012 dosahovala prevažne záporných hodnôt. Najväčšie prepady nastali v roku 1991 po prasknutí bubliny, 1997 po finančnej a Ázijskej menovej kríze a roku 2008 v čase vypuknutia globálnej finančnej krízy.

Pasca likvidity

Centrálne banky Japonska si všeobecne za svoj konečný cieľ kladie cenovú stabilitu. Nástroj, ktorý používala pre dosahovanie svojho cieľa boli operácie na peňažnom trhu, ktoré ovplyvňujú tvorbu úrokových sadzieb. Operačným cieľom bola do roku 2013 jednodňová úroková miera (*Uncollateralized overnight call rate*, UOCR), ktorú v roku 2013 vystriedala monetárna báza (Kuroda, 2013). Tým Japonsko spustilo kvantitatívne uvoľňovanie. Dôvodom na zmenu boli takmer nulové krátkodobé úrokové miery. Obrázok č.6 zobrazuje vývoj hodnôt UOCR a základnej diskontnej a úrokovej sadzby v rokoch 1990 až 2012. Je zrejmé, že po roku 1991 obe tieto hodnoty klesali a od konca 90-tych rokov sa pohybujú na úrovni blízkej nule, čo je situácia pase likvidity.

UOCR je základná sadzba, ktorú môžeme definovať, ako Japonskú úrokovú mieru. Za ňu si banky, ktoré sú súčasťou bankového systému, medzi sebou požičiavajú peniaze s krátkou dobou splatnosti, zvyčajne je splatnosť len jeden deň (*overnight*). Touto sadzbou môže BoJ ovplyvňovať ponuku peňazí (*money supply*, MS) a tým dostať úrokové miery na požadovanú úroveň. UOCR je veľmi dôležitá úroková miera, pretože má najväčší dopad na ostatné úrokové miery, za ktoré banky ponúkajú svoje komerčné produkty. Takéto požičanie peňazí navyše nevyžaduje

nijakú zástavu (*uncollateralised*). Peniaze musia byť zvyčajne splatené nasledujúci deň ráno (Global-rates.com).



Obr. 6 Vývoj hodnôt UOCR, Základnej diskontnej sadzby a úrokovej sadzby v rokoch 1990 až 2012, v %

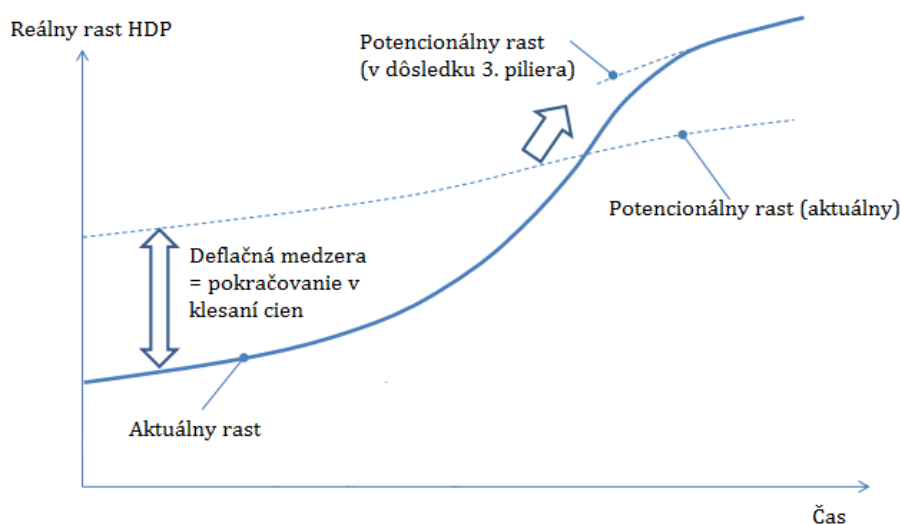
Zdroj: Bank of Japan, 2016.

4 Plán „Abenomika“

„Japonsko bojovalo s defláciou viac ako jedno desaťročie. Môj plán „Abenomika“ si kladie za cieľ toto obdobie skončiť, raz a navždy.“ (Shinzo Abe, 2013)

Japonská ekonomika v roku 2012 pociťovala, že nutne potrebuje zavedenie nových opatrení, aby unikla dlhodobému pomalému rastu. V decembri roku 2012 vyhrala parlamentné voľby Liberálno-demokratická strana, čím sa dostal ku vláde Shinzo Abe a stal sa premiérom. Shinzo Abe zastával post premiéra už aj v roku 2007 (McBride a Xu, 2016). „Abenomika“ je názov plánu zahrňujúci ekonomické opatrenia podporované Shinzom Abem po jeho zvolení, ktoré navrhol pre oživenie ekonomického rastu. Plán sa skladá z agresívneho monetárneho uvoľňovania centrálnou bankou, fiškálnej konsolidácii a štrukturálnych reforiem. Tieto tri časti sa spolu nazývajú tri piliere (*three arrows*) (Yoshino a Taghizedeh-Hesary, 2014). Abeho vláda nie je prvou vládou v Japonsku, ktorá sa kedy pokúšala o fiškálne stimuly alebo fiškálnu konsolidáciu a nie je ani prvá, ktorá tlačila na štrukturálne reformy (Hausman a Wieland, 2014). Tentokrát je však rozdiel v tom, že plán zahŕňa fiškálne aj monetárne opatrenia. A tak centrálna banka, napriek tomu, že je nezávislou inštitúciou, bude spolupracovať s vládou za účelom dosiahnutia spoločného cieľa.

Monetárna politika a fiškálna konsolidácia majú za cieľ navrátenie japonskej ekonomiky na ustálenú úroveň a to navýšením agregátneho dopytu. Zatiaľ čo štrukturálne reformy majú za cieľ zvyšovanie samotného vývoja rastu a zväčšenie priestoru, kde ekonomika bude môcť rásť (Iwata, 2013).



Obr. 7 Uzavretie produkčnej medzery a rast potencionálneho HDP vplyvom „Abenomiky“
Zdroj: Iwata, 2013.

Na obr.7 je vidieť, že prvý a druhý pilier majú za cieľ uzavrieť produkčnú medzeru, zatiaľ čo tretí pilier by mal navýšiť potencionálny rast HDP. Vzhľadom k tomu, že

prvý pilier týkajúci sa kvantitatívneho uvoľňovania Centrálnou bankou Japonska je najobľúbenejší, najjasnejší, najzrozumiteľnejší a je hlavnou témou tejto práce, bude v nasledujúcej podkapitole zbežne opísaný druhý a tretí pilier a až následne prvý.

4.1 Fiškálna konsolidácia a štrukturálne reformy

Tieto dva piliere spolu veľmi úzko súvisia, pretože sú oba realizované japonskou vládou, navyše nie sú tak jasne špecifikované ako prvý pilier. Preto sa niekedy ich obsahy prekrývajú a v jednej literatúre je možné niektoré body nájsť zaradené do druhého piliera, zatiaľ čo v inej literatúre ich autor radí do tretieho.

4.1.1 Fiškálna konsolidácia a stimuly

Zastrešujúcim cieľom fiškálnej politiky Japonska je zvýšenie reálneho HDP na obyvateľa, čo je indikátor životného štandardu (Ragusa a Barzideh, 2014). Podľa Goodman a Szechenyi (2013) by sa mal japonský príjem na obyvateľa navýšiť o 1,5 milióna jenov behom nasledujúceho desaťročia. Druhý pilier zahŕňa na jednej strane veľké fiškálne balíčky, na strane druhej sa však zameriava na vyrovnanie vládneho rozpočtu, teda fiškálnu konsolidáciu.

Fiškálne stimuly v podobe vládnych balíčkov sú nevyhnutné v počiatočnej fáze plánu „Abenomika“ za účelom podporenia ekonomickej aktivity zo strany dopytu (Kikuo, 2013). Podľa Goodman a Szechenyi (2013) majú byť fiškálne balíčky zamerané najmä na infraštruktúru. Podľa Abeho (2013) má vláda poskytnúť dostatočne veľký balíček na to, aby to dokázalo zdvihnúť ekonomický rast o 2 % a vytvoriť 600 000 nových pracovných miest. Do roku 2015 poskytla vláda tri vládne balíčky, štartovací v hodnote 10,3 triliónov jenov, ďalší v apríli 2014 v hodnote 5,5 trilióna jenov a v decembri toho istého roku v hodnote 3,5 triliónov jenov. To všetko zo strachu pred možnou recesiou a návratom deflácie (Lok, 2015). Štartovací balíček mal celkovú hodnotu 20,2 triliónov jenov, ale 10,3 triliónov jenov tvorili priame vládne výdavky a boli zamerané na výstavbu najkritickejších infraštruktúrnych projektov, ako sú mosty, tunely a mosty odolné voči zemetraseniu (McBride a Xu, 2016).

Japonský dlh voči HDP je najvyšší z pomedzi krajín OECD. Pre Japonsko je veľmi podstatné zníženie schodku štátneho rozpočtu. Jednou z ciest ako to dosiahnuť je zvýšenie daňových príjmov a navýšenie DPH. Tá bola navýšená z pôvodných 5% na 8% v apríli roku 2014 (Yoshino a Taghizadeh-Hesary, 2014). Podľa JETRO sa má v roku 2017 navýšiť na 10 %. Taktiež je dôležité zníženie vládnych výdavkov. Aby bolo možné znížiť výdavky na zdravotnú starostlivosť a penzijné fondy, ľudia musia dlhšie pracovať a nebyť závislými na sociálnom zabezpečení a dôchodkoch. To znamená posunutie dôchodkového veku a aby mzda odpovedala produktivite a nie výške veku zamestnanca. Vláda plánovala orezať primárny deficit centrálnej vlády aj lokálnych vlád z roku 2010 na polovicu do roku 2015 a dosiahnutie fiškálneho prebytku do roku 2020 (Yoshino a Taghizadeh-Hesary, 2014).

4.1.2 Štrukturálne reformy

Tretí pilier sa skladá zo štrukturálnych reforiem na zvýšenie japonského rastu HDP, niekedy sa tento pilier nazýva aj stratégiou rastu (*growth strategy*). Väčšina reforiem je nejasných, ale zahŕňajú zníženie nepružnosti na trhu práce, zníženie ochrany poľnohospodárov a prospešné deregulácie (Hausman a Wieland, 2014). Reformy sú najmä na strane ponuky. Problémy japonskej ekonomiky sú úzko spojené s rigidnosťou v kľúčových sektoroch, ako je energetika a zdravotná starostlivosť. Ďalej sú to relatívne vysoké podnikateľské ceny a znižujúca sa pracovná sila, hlavne kvôli nízkej zamestnanosti žien a starnúcemu obyvateľstvu (Lok, 2015). Ragusa a Barzideh (2014) dodávajú, že reformy zahŕňajú taktiež zmeny daňovej štruktúry a výšku daňových sadzieb.

Yoshino a Taghizadeh-Hesary (2014) uvádzajú, že počas stretnutia Národného snemu (*National Diet Meeting*) v roku 2014, definoval vtedajší minister financií Taro Aso hlavné aspekty stratégie rastu, tretieho piliera.

- Vláda bude tlačiť na podniky, aby zvýšili mzdy svojich zamestnancov. To by malo povzbudiť domácu spotrebu.
- Vzhľadom k starnutiu japonskej populácie bude vláda podporovať zvýšenie zamestnanosti žien a to cestou zlepšovania zariadení pre starostlivosť o dieťa. Taktiež bude vláda podporovať zamestnanosť ľudí v dôchodkovom veku.
- So starnutím populácie je spojené aj zvyšovanie vládnych výdavkov na lieky. Vláda má v pláne monitorovať ceny liekov a zdravotnej starostlivosti na trhu, aby sa uistila, že výdavky odpovedajú výške ich tržných cien.
- V spojení s prírodnými katastrofami sa vláda uistí, že existujú dostatočné finančné prostriedky na ochranu pred nimi alebo prípadnú pohotovosť v čase ich výskytu.
- Vláda poskytne väčšie množstvo študentských pôžičiek a navýši výdavky na výskum a rozvoj.
- Obyvateľstvo venujúce sa poľnohospodárstvu postupne starne, preto je v záujme vlády navýšiť finančné prostriedky tomuto sektoru na zaistenie ich efektívnosti a konkurencieschopnosti (Yoshino, Taghizadeh-Hesary, 2014).

Liberalizácia trhu a štrukturálne reformy sú v Japonsku potrebné na vytvorenie nových investičných príležitostí pre podniky, v odvetví služieb aj poľnohospodárstva. Nie je to len súhrn nejakých deregulácií, ale súhrn tých správnych regulácií, ktoré majú podporiť konkurenčné trhy a taktiež ochranu a bezpečnosť spotrebiteľov (Patrick, 2013).

4.2 Kvantitatívne monetárne uvoľňovanie

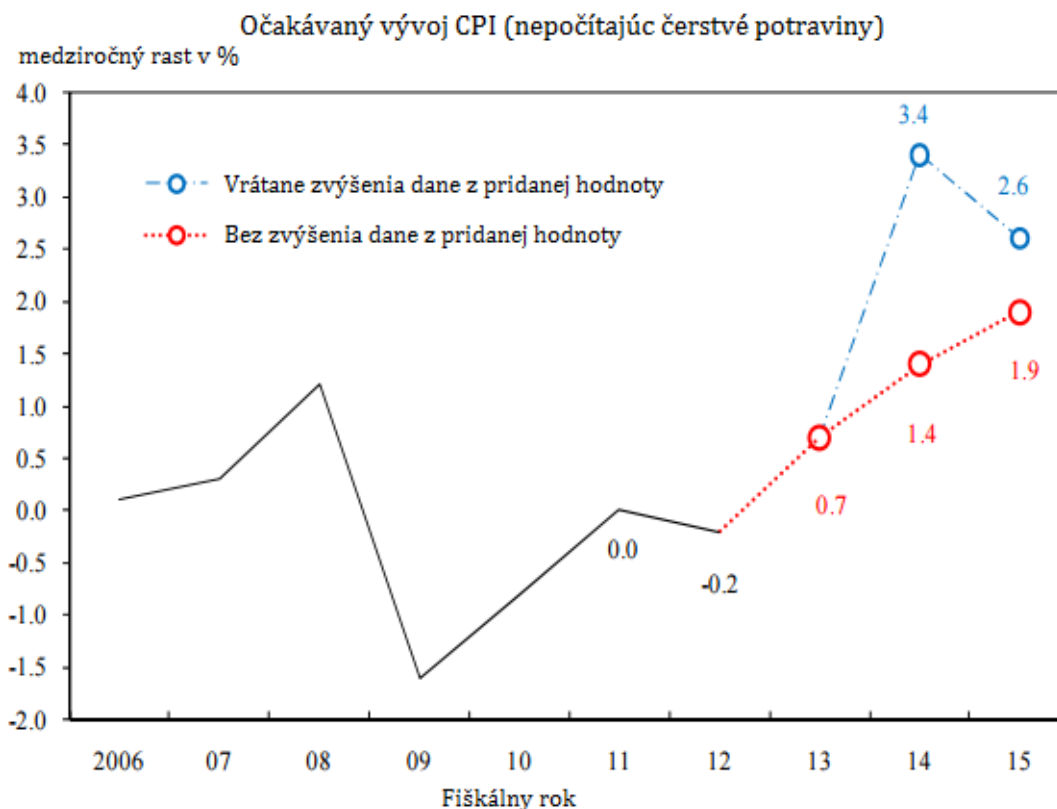
Japonsko by malo urobiť čokoľvek pre to, aby prekonalo defláciu, ktorá poškodzuje jeho ekonomiku už viac ako 15 rokov. V minulosti BoJ aplikovalo široké spektrum monetárneho uvoľňovania, zahŕňajúc politiku nulovej úrokovej miery, kvantitatívne uvoľňovanie a rozsiahle monetárne uvoľňovanie. Napriek týmto snahám sa nedostavili takmer nijaké reálne výsledky (Kuroda, 2013).

Začiatkom novembra roku 2012, vtedajší kandidát, Shinzo Abe naliehal na BoJ, aby navýšila svoj inflačný cieľ a zahájila „bez limitné uvoľňovanie“ („*unlimited easing*“). Po jeho zvolení na post premiéra Abe hrozil BoJ preskúmaním práva zabezpečujúce nezávislosť centrálnej banky, ak nebude súhlasiť s navýšením inflačného cieľa (Hausman a Wieland, 2014). Na Stretnutí monetárnej politiky (*Monetary Policy Meeting*) v januári 2013 vyhlásil Haruhiko Kuroda, guvernér Centrálnej banky Japonska, že je veľmi dôležité, aby BoJ jasne ukázala, že je zodpovedná za dosiahnutie cenovej stability v krajine. A preto, ako tvrdí Kuroda (2013), centrálna banka na základe vlastného úsudku nastavila cieľ cenovej stability na úroveň 2% medziročného rastu inflácie meranej pomocou CPI, a zaviazala sa k dosiahnutiu tohto cieľa, čo v najkratšom časovom horizonte. Najvhodnejším časovým horizontom sú podľa guvernéra 2 roky. BoJ však neverí, že dosiahnutie tohto inflačného cieľa do dvoch rokov by automaticky znamenalo, že krajina dosiahla cenovú stabilitu. Ak v nejakej chvíli inflácia dosiahne 2% úrovne, banka bude naďalej pokračovať v kvantitatívnom uvoľňovaní tak dlho, ako to bude považovať za nevyhnutné. Ekonomika nesie so sebou vždy neistotu a niektorí skeptici nemusia zdieľať víziu, že BoJ naplní svoj cieľ do dvoch rokov. Preto je nevyhnutné prehlásiť, že centrálna banka bude naďalej pokračovať v uvoľňovaní aj po dosiahnutí 2% úrovne, aby všetky ekonomické subjekty verili, že táto hladina inflácie sa zachová aj naďalej.

Prečo inflačný cieľ na úrovni 2 %?

Niekoľko by mohol namietat', že cenová stabilita by mala predstavovať nulovú infláciu alebo jednoducho žiadnu zmenu v medziročnom náraste cien. Prečo sa potom BoJ rozhodla pre inflačný cieľ na úrovni 2 %? Shirai (2013), člen bankovej rady, to odôvodnil nasledovne. Mnohé centrálné banky vyspelých ekonomík zdieľajú názor, že 2% inflačný cieľ je vhodný, pretože je potrebné sa vyhnúť stavu nulových úrokových mier, v ktorom by centrálna banka mala len veľmi obmedzené možnosti. Situácia nulovej inflácie je veľmi blízko k situácii, kedy sa ekonomika dostane do deflácie a pokiaľ by nominálne úrokové miery boli na nízkej úrovni, bolo by veľmi náročné zo strany centrálnej banky plne odpovedať na požiadavky ekonomiky, najmä v čase recesie.

Na obr.8 je zobrazený vývoj cien, nepočítajúc ceny čerstvých potravín, podľa hodnoty CPI za fiškálny rok do roku 2012 a následne ich očakávaný vývoj od spustenia kvantitatívneho uvoľňovania v roku 2013, podľa Shirai (2013), ktoré uverejnil na Stretnutí biznis lídrov v Asahikawe. Predikcia zobrazuje vývoj celkových cien, ale aj cien očistených od navýšenia dani z pridanej hodnoty. Ako je vidieť, v roku 2013 predstavitelia BoJ očakávali, že sa hodnota CPI, nehl'adiac na zvýšenie daňovej sadzby v rámci druhého piliera „Abenomiky“, priblíži do konca roka 2015 úrovni 2 %.



Obr. 8 Očakávaný vývoj CPI do konca roka 2015
Zdroj: Shirai, 2013.

4.2.1 Nástroje kvantitatívneho uvoľňovania

Inflačné očakávania

Jednou z najdôležitejších priorít je zmena vízie ľudí o budúcnosti japonskej ekonomiky, a to z resignácie na optimistické očakávania. Japonci pre to používajú výraz *sho ga nai* (Patrick, 2013).

Keď sa BoJ zaviazala k dosiahnutiu inflačného cieľa a zrealizovaniu odvážnych monetárnych opatrení, očakávania ľudí by sa mali zmeniť z deflačných na inflačné a zároveň by sa malo zmeniť ich správanie sa na trhu, čo by malo naštartovať ekonomický rozvoj (Shirai, 2013). Kvôli vyše 15 rokom deflácie sa správanie verejnosti zakladá na predpoklade, že ceny budú klesať alebo neporastú. Preto je nevyhnutné odstrániť deflačné očakávania silným záväzkom zo strany BoJ a zrozumiteľným vysvetlením tohto záväzku širokej verejnosti (Kuroda, 2013). Pokiaľ firmy a domácnosti očakávajú nárast inflácie v strednom až dlhodobom časovom horizonte, môže to mať pozitívny vplyv na úroveň cien a miezd a na klesanie dlhodobých úrokových mier. Ragusa a Barzideh (2014) dodávajú, že vyššie inflačné očakávania zvýšia nominálne daňové príjmy a tie by mali následne znížiť narastajúci vládny dlh. Podľa Shirai (2013) očakávanie silného monetárneho uvoľňovania z konca roka 2012, kedy sa dostal Abe do vlády, prinieslo pozitívne

výsledky v oblasti menového kurzu a akcií ešte pred oficiálnym vyhlásením kvantitatívneho uvoľňovania v roku 2013. Podniky a domácnosti mali teda v roku 2013 pozitívnejšie vízie o budúcnosti v oblasti ekonomiky než predchádzajúci rok.

Prečo sú inflačné očakávania dôležité? Podľa Shirai (2013) by mal vzrast inflačných očakávaní znamenať, že pre podniky bude jednoduchšie nastavovať ceny tovarov a služieb na základe produkčnej medzery a ceny produkcie na základe ich predajných cien na trhu.

Nákup cenných papierov a predĺženie doby splatnosti vládnych dlhopisov

BoJ sa v roku 2013 rozhodla zmeniť hlavný operačný cieľ operácií na peňažnom trhu z UOCR na monetárnu bázu. BoJ plánovalo navýšiť monetárnu bázu ročne o 60 až 70 triliónov jenov. Ku koncu roka 2012 dosahovala monetárna báza hodnotu 138 triliónov jenov, ku koncu roka 2013 očakávali nárast na hodnotu 200 triliónov jenov a ku koncu roka 2014 na hodnotu 270 triliónov jenov. Jedná sa o takmer zdvojnásobenie monetárnej bázy v priebehu dvoch rokov. Táto hodnota by mala predstavovať 60% nominálneho HDP, čo je oveľa vyšší pomer než majú iné vyspelé ekonomiky. Prečo sa BoJ rozhodlo pre monetárnu bázu ako pre ukazovateľa kvantitatívneho uvoľňovania? Centrálna banka je názoru, že monetárna báza je najvhodnejším spôsobom, ako ukázať širokej verejnosti svoj agresívny postoj voči monetárnemu uvoľňovaniu (Kuroda, 2013).

Za účelom zvýšenia monetárnej bázy sa BoJ rozhodla pre nákup Japonských vládnych dlhopisov (*Japanese Government Bonds, JGBs*). Centrálna banka plánovala ročné navýšenie svojej nesplatennej čiastky JGBs o 50 triliónov jenov. Ku koncu roka 2012 mala táto čiastka hodnotu 89 triliónov jenov, ku koncu roka 2013 očakávali jej hodnotu 140 triliónov jenov a ku koncu roka 2014 hodnotu 190 triliónov jenov. BoJ plánovalo taktiež nakúpiť rizikových cenných papierov, konkrétne fondy obchodované na burze (*Exchange-traded funds, ETFs*) a japonské investičné fondy nehnuteľností (*Japan real estate investment trusts, J-REITs*). Na základe veľkosti trhu a objemu rizika, ktoré so sebou tieto cenné papiere nesú, stanovila BoJ ročnú čiastku ich nákupu na 1 trilión jenov za ETFs a 30 biliónov jenov za J-REITs. Taktiež ich nákup bol plánovaný po dobu dvoch rokov (Shirai, 2013).

V januári 2013 BoJ rozhodla, že rozsah doby splatnosti JGBs by sa mal pohybovať od tých najkratších, niekoľko mesačné doby splatnosti, po veľmi dlhé, maximálne 40 ročné. Nákupom JGBs všetkých druhov doby splatnosti BoJ dosiahne rozšírenie priemernej zostatkovej doby splatnosti týchto dlhopisov z menej ako tri roky na sedem rokov. Všeobecne sa dá povedať, že čím dlhšia je doba splatnosti, tým je vyššie riziko miery kolísania hodnoty aktíva. Takže rozšírením doby splatnosti nakúpených JGBs berie centrálna banka na seba väčšie riziko. Toto navýšenie nákupov a doby splatnosti JGBs reprezentuje monetárne uvoľňovanie v termíne kvantity, ale aj kvality (Iwata, 2013).

4.2.2 Transmisný mechanizmus kvantitatívneho uvoľňovania

Ďalej je vysvetlený mechanizmus dosiahnutia 2% inflačného cieľa vďaka kvantitatívnemu a kvalitatívnemu uvoľňovaniu. BoJ očakáva, že dopady

monetárneho uvoľňovania sa premietnu do ekonomiky a ovplyvnia ceny najmä cez tri kanály. Podľa člena predstavenstva Shirai (2013) a guvernéra Centrálnej banky Japonska Kuroda (2013) sú to nasledovné.

Prvý kanál

Nákup aktív bude vyvíjať tlak na dlhodobé nominálne úrokové miery a rizikovú prémii cien rizikových aktív. Tento kanál by mal prispieť k vzrastu podnikových financií firiem a k zlepšeniu ich rozváh. Iwata (2013) očakával nárast cien aktív, ako sú domy, pozemky a cenné papiere. Nakoľko ich hodnota sa znižovala od prasknutia bubliny, vid' obr.2. Tí, ktorým stúpnu hodnoty ich aktív budú mať tendenciu míňať viac než predtým. To sa nazýva efekt bohatstva. Taktiež rast ich aktív zapríčini, že bude pre nich jednoduchšie si požičať peniaze a tým vzrastú podnikové fixné investície a investície domácností do nehnuteľností.

Druhý kanál

Pokračovanie v nákupech JGB centrálnou bankou môže prinútiť finančné inštitúcie a súkromných investorov, presunúť niektoré ich investície v portfóliách z vládnych dlhopisov ku rizikovejším aktívam. Mali by tak urobiť v rámci procesu nastavovania ich politiky manažmentu aktív, presun od deflačne orientovaných stratégií. Takzvaný portfóliový vyvažujúci efekt (*portfolio rebalance effect*) je určený na podporu určitého stupňa brania rizika spomedzi širokej škály finančných inštitúcií a investorov, a to je nevyhnutné na povzbudenie japonskej ekonomiky. Časť rizikových peňazí by mohla byť alokovaná do životaschopných a rastúcich firiem. U efektu prvého a druhého kanálu sa očakáva, že budú väčšie ako tie predpokladané počas predchádzajúcich politík monetárneho uvoľňovania.

Tretí kanál

Nárast v stredne a dlhodobých inflačných očakávaniach by mal viesť k poklesu reálnych dlhodobých úrokových mier, následne aj ku vzrastu podnikových investícií firiem, ako aj spotrebe domácností. Vyššia inflácia bude viesť k zvýšeniu spotreby a investícií.

Vplyv na menový kurz

V apríli roku 2013, kedy BoJ oficiálne vyhlásila spustenie QQE, guvernér centrálnej banky tvrdil, že BoJ nemá v pláne ovplyvňovať menový kurz jenu, pretože cieľom banky je dosiahnutie stability domácich cien. Podľa neho, je pravdou, že monetárne uvoľňovanie má tendenciu depreciovať menu, ale ak sa zvýši potencionálny rast v ekonomike následkom monetárnej politiky, vhodnej fiškálnej politiky a stratégie rastu, potom by mala hodnota meny apreciovať a nie depreciovať (Kuroda, 2013). Na rozdiel od neho však v auguste toho istého roku prehlásil viceguvernér centrálnej banky, Kikuo Iwata, že pokiaľ bude hodnota reálnej úrokovej miery jenu nižšia než tie u iných mien, bude to mať za následok depreciaáciu jenu. Takáto zmena v hodnote jenu by mala posilniť export, zvýšiť fixné investície a pozitívne vplývať na turizmus. Navyše hodnota zahraničných aktív, vydaných v jene, stúpne, čo by malo mať malo zvýšiť spotrebu vďaka efektu bohatstva (Iwata, 2013).

Možno zhodnotiť, že tieto predpokladané transmisné mechanizmy v rámci plánu „Abenomika“ odpovedajú transmisným mechanizmom QE z 2. kapitoly tejto práce.

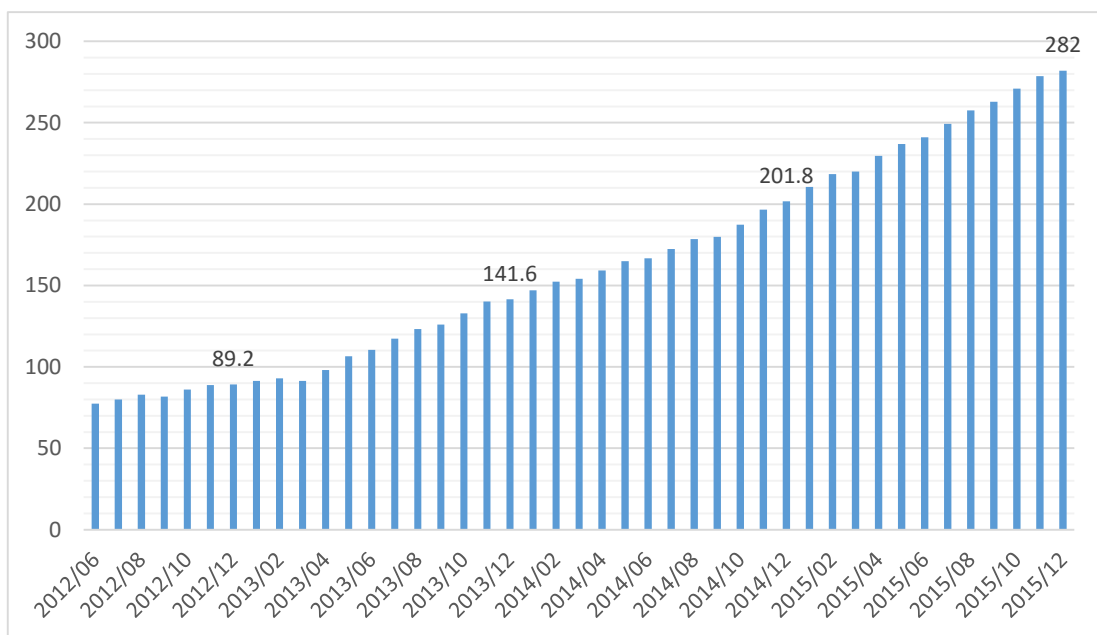
V marci roku 2015 sa konalo stretnutie Japonského zahraničného klubu obchodných partnerov (*Foreign Correspondents' Club of Japan, FCCJ*), na ktorom mal príhovor súčasný guvernér BoJ, Haruhiko Kuroda. Uviedol, že spolu s Európskou centrálnou bankou (ECB), Federálnym rezervným systémom (FED) a Anglickou bankou (BOE) „sme teraz všetci QE-siánmi“ („*we are all QE-sians now*“). Avšak napriek tomu, kvantitatívne uvoľňovanie a predpokladaný transmisný mechanizmus sa líšia naprieč krajinami aj regiónmi. Chcel poukázať na to, že ich spoločným cieľom síce je povzbudenie dlhodobých úrokových mier smerom nadol cestou rozsiahlych nákupov štátnych dlhopisov, ale BoJ chce taktiež dramaticky zmeniť inflačné očakávania na trhu. Hovorí, že politika BoJ je nie len kvantitatívne uvoľňovanie, ale aj kvalitatívne (*Quantitative and qualitative easing, QQE*) (Kuroda, 2015).

5 Vývoj vybraných makroekonomických ukazovateľov po spustení kvantitatívneho uvoľňovania

V tejto kapitole je vyhodnotený vývoj vybraných makroekonomických ukazovateľov po spustení QE v roku 2013. Ukazovatele sú zvolené na základe očakávaní Centrálnej banky Japonska z predchádzajúcej kapitoly, ktorými sú menová báza, inflácia, úroková miera, aktíva a investičné rozhodnutia, a menový kurz. Tieto očakávania sa mali naplniť v časovom horizonte do dvoch rokov a z tohto dôvodu je vývoj zobrazovaný do konca roka 2015. Pre zhodnotenie úspešnosti QE sú ukazovatele porovnávané s hodnotami pred spustením plánu „Abenomika“, teda od polovice roku 2012.

5.1 Menová báza

Za účelom zvýšenia monetárnej bázy sa BoJ rozhodla pre navýšenie svojej nesplatennej čiastky JGBs, ETFs a J-REITs. Najväčší nákup však predstavoval nákup JGBs.



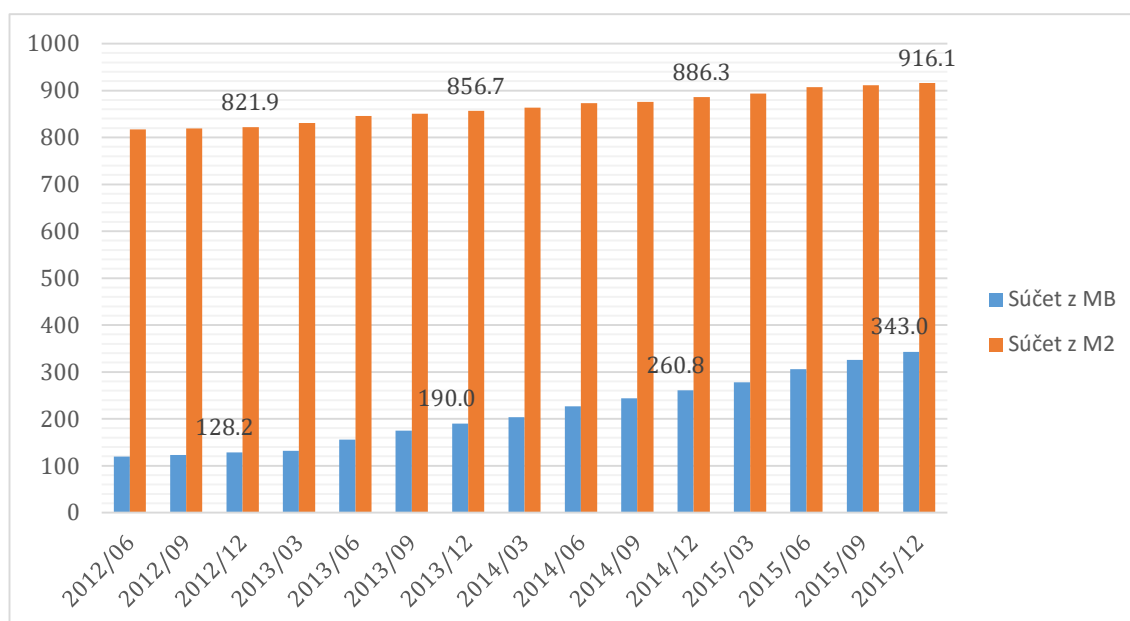
Obr. 9 Vývoj rastu nesplatennej čiastky JGBs držaných BoJ v rokoch 2012 až 2015, v triliónoch jench

Zdroj: JMA.

Na obrázku č.9 je zobrazený nárast nesplatennej čiastky vládnych dlhopisov, JGBs v triliónoch jench, držaných Centrálnou bankou Japonska v rokoch 2012 až 2015. Ku

koncu roka 2012 dosahovali JGBs hodnotu 89,2 triliónov jenov. Na grafe je viditeľné, že sa hodnota nesplatenej čiastky pohybovala na približnej rovnakej úrovni od júna 2012 až do apríla 2013, kedy BoJ vyhlásila spustenie QE. BoJ plánovala navyšovať svoju nesplatenú čiastku ročne o 50 triliónov jenov. Na grafe je vidieť, že ku koncu roka 2013 dosiahla ich držba hodnotu 141,6 triliónov, ku koncu roka 2014 201,8 triliónov a na konci roka až hodnotu 282 triliónov jenov. To znamená, že najväčší nárast v ich hodnote nastal v roku 2015, kedy bola nesplatená čiastka navýšená až o viac ako 80 triliónov za rok. Takýmto masívnym nákupom vládnych dlhopisov dodržala BoJ svoj sľub a jasne dala verejnosti najavo, že neupustí od kvantitatívneho uvoľňovania, pokiaľ nebude dosiahnutý 2% inflačný cieľ.

Nákupom JGBs spolu s inými aktívami tak BoJ navýšila monetárnu bázu, ktorú si centrálna banka roku 2013 určila ako operačný cieľ.

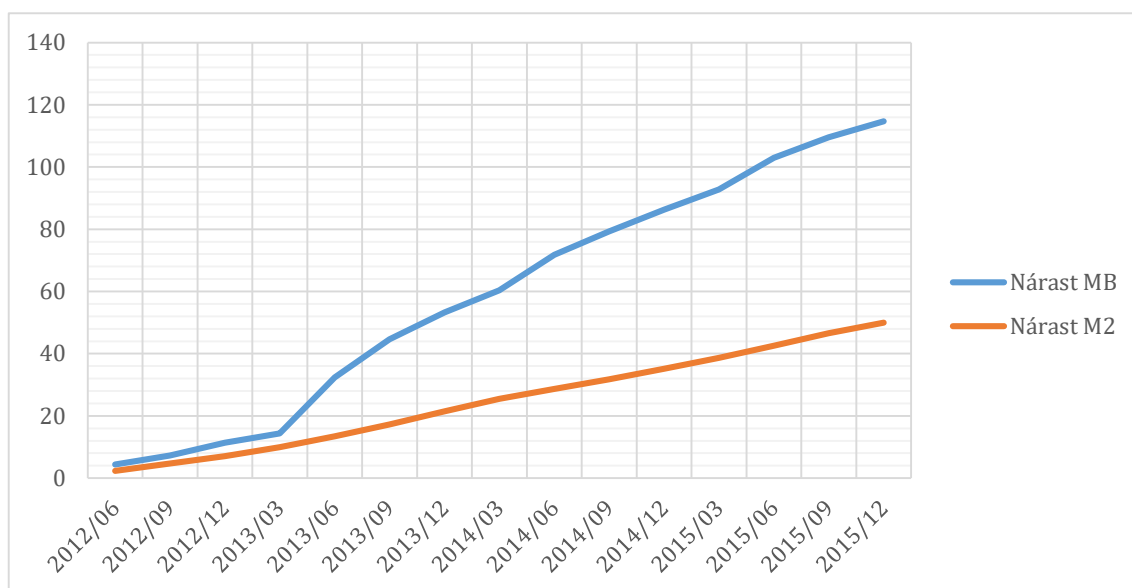


Obr. 10 Vývoj MB a M2 v rokoch 2012 až 2015, v triliónoch jenoch
Zdroj: Bank of Japan, 2016.

Na obrázku č.10 je zobrazený vývoj rastu monetárnej bázy a ponuky peňazí v triliónoch jenov od roku 2012 do roku 2015. Z grafu je zrejmé, že MB sa pohybovala okolo hodnoty 130 triliónov jenov do apríla 2013 a mala len mierny ročný nárast. Od apríla 2013 je viditeľný zrýchlený rast MB. BoJ plánovalo navyšovať MB od apríla 2013 ročne o 60 až 70 triliónov jenov. Na grafe je možné vidieť, že MB dosahovala ku koncu roka 2013 hodnotu 190 triliónov, ku koncu roka 2014 hodnotu 260,8 triliónov a ku koncu roka 2015 hodnotu 343 triliónov jenov. Opäť je zreteľné, že najväčší nárast sa stal za rok 2015, kedy sa ročne navýšila MB o 82,2 triliónov jenov, namiesto plánovaných 60 až 70.

Na obrázku č.10 je taktiež zobrazený vývoj M2, teda ponuky peňazí. Pri pohľade na vývoj oboch agregátov sa zdá, že MB rastie rýchlejšie ako M2. Po prevedení rastu na kumulatívny percentuálny rast sa táto domnienka potvrdzuje, ako je znázornené

na obrázku č.11. Do apríla 2013 bol vývoj týchto dvoch agregátov podobný, odvtedy je viditeľné, že rast MB je omnoho rýchlejší než rast M2, ktorý aj po spustení QE rastie podobným tempom ako do spustenia QE. To môže znamenať, že zvýšenie MB teda automaticky neznamenalo aj zvýšenie ponuky peňazí v japonskej ekonomike, ktorá by mala mať v dlhodobom časovom horizonte vplyv na vývoj inflácie. Dôvodom môže byť, že v súkromnom sektore sa neposkytuje také množstvo úverov pre zvýšenie M2, ako BoJ zvyšuje MB. Nepochota môže byť ako zo strany potencionálnych dlžníkov, tak zo strany veriteľov. Na základe 2. kapitoly opisujúcej predpokladané transmisné mechanizmy kvantitatívneho uvoľňovania možno povedať, že je oslabený práve kanál bankových úverov.



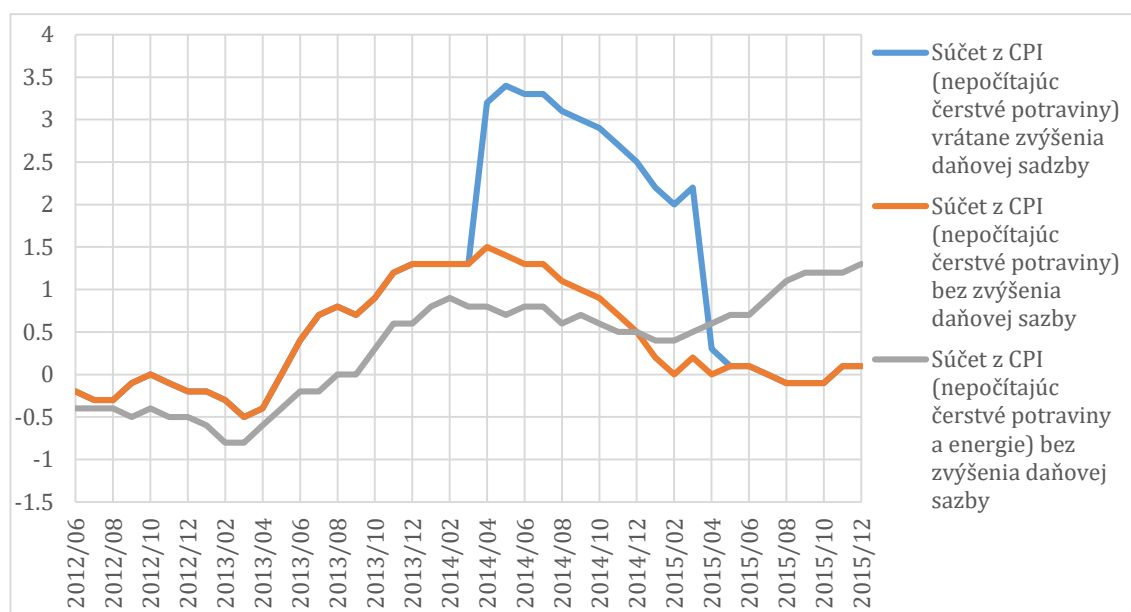
Obr. 11 Kumulatívny rast MB a M2 v rokoch 2012 až 2015, v %
Zdroj: Bank of Japan, 2016.

5.2 Inflácia

Nízka miera inflácie až dlhotrvajúca deflácia spomaľovali japonskú ekonomiku posledných dvadsať rokov. Odradzovali obyvateľstvo od investícií a spotreby, namiesto čoho populácia uprednostňovala sporenie, aj napriek stále sa znižujúcim úrokovým mieram. BoJ si v roku 2013 dala za cieľ dosiahnuť 2% infláciu do dvoch rokov. Pre Centrálnu banku Japonska jadrová inflácia predstavuje infláciu meranú pomocou CPI nepočítajúc čerstvé potraviny.

Na obr.12 je zobrazený percentuálny vývoj CPI, vypočítaný troma rozličnými prístupmi, do konca roka 2015. Na vývoji CPI nepočítajúc čerstvé potraviny bez ohľadu na zvýšenie daňovej sadzby je vidieť, že po spustení QE v apríli 2013 sa inflácia začala prudko zvyšovať, prekročila nulovú hranicu. V apríli 2014 japonská vláda zvýšila DPH z 5 % na 8 %. Takáto zmena zvyšuje infláciu a ako je na grafe vidieť, tak jadrová inflácia po zavedení 8% DPH prudko vzrástla z hodnoty 1,3 % v marci 2014 na hodnotu 3,2 % v apríli 2014. Pre zhodnotenie úspešnosti vplyvu QE

na infláciu je preto potrebné očistiť vývoj inflácie od navýšenia daňovej sadzby, čo zobrazuje oranžová krivka. Takto očistená inflácia pokračovala v raste do apríla 2014, kedy dosiahla úrovne 1,5 %, následne však začala klesať. Tento pokles bol podľa Shirai (2015) zapríčinený poklesom cien energií. Preto BoJ očistila jadrovú infláciu nielen od navýšenia daňovej sadzby, ale aj od cien energií, čo zobrazuje tretia krivka. Na šedej krivke, CPI nepočítajúc ceny čerstvých potravín, energií a bez ohľadu na navýšenie sadzby dane, je vidieť, že tento vývoj jadrovej inflácie mal tendenciu rásť aj po apríli 2014. Od decembra 2014 je výrazný rozdiel medzi vývojom oranžovej krivky a šedej. Pri pohľade na nový výpočet jadrovej inflácie je možné povedať, že inflácia do konca roka 2015 dosiahla úroveň 1,3 %. Táto hodnota však nie je rovná 2% inflačnému cieľu, ktorý si banka určila v roku 2013, preto BoJ pokračuje s uvoľňovaním aj po roku 2015.



Obr. 12 Vývoj CPI meranej v rokoch 2012 až 2015, v %
Zdroj: JMA.

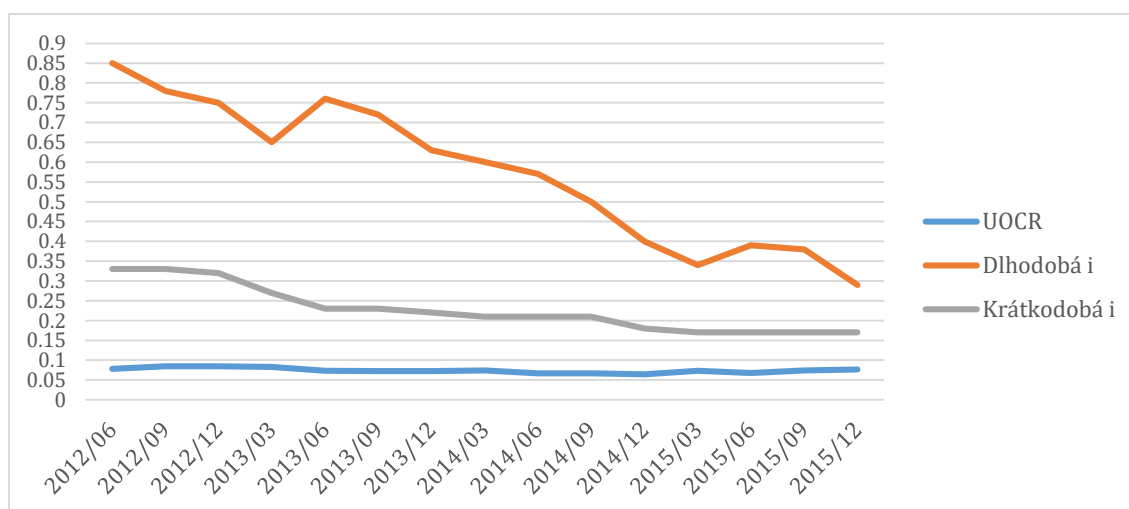
Dáta týkajúce sa vývoja inflačných očakávaní nie sú dostupné v štatistikách Centrálnej banky Japonska a neboli nájdené ani na iných známych zdrojoch. Z tohto dôvodu je potrebné sa spoliehať na predpokladanú pozitívnu koreláciu medzi infláciou a inflačnými očakávaniami. Domnienka je, že inflačné očakávania oneskorene kopírujú vývoj inflácie, a teda s rastom inflácie od júna 2013, kedy dosiahla 0,4 %, vzrástli aj inflačné očakávania v Japonsku.

5.3 Úroková miera

Na základe predpokladaného fungovania transmisného mechanizmu kvantitatívneho uvoľňovania by malo navýšenie monetárnej bázy tlačiť úrokovú mieru nadol. Podľa prvého kanálu transmisného mechanizmu kvantitatívneho

uvoľňovania z predchádzajúcej kapitoly by nákup aktív centrálnou bankou mal vytvárať tlak na dlhodobé nominálne úrokové miery. Nákup vládnych dlhopisov by mal znižovať ich rizikovú prémie a znižovať očakávané krátkodobé úrokové miery. Podľa dát z JMA je zrejmé, že od spustenia QE klesli úrokové miery vládnych dlhopisov všetkých dôb splatnosti. Tento pokles však môže byť spôsobený ich dlhodobým klesajúcim trendom, ktorý začal roku 1990 a trvá dodnes.

Na obrázku č.12 je vidieť, že dlhodobá úroková miera klesala už pred spustením QE a po jeho spustení jeden kvartál narastala, po čom opäť začala dlhodobo klesať. Jej klesanie pred QE by mohlo byť zapríčinené dlhodobým klesaním UOCR od roku 1991 (viď obr.6). Pri pohľade na krátkodobú úrokovú mieru je vidieť, že sa do konca roka 2012 pohybovala na hodnote 0,33 %. Po spustení QE začala jej hodnota klesať a to až do konca roka 2015. V roku 2013 sa BoJ zaviazala splniť 2% inflačný cieľ za každú cenu a takéto vyhlásenie vyvolalo zvýšenie inflačných očakávaní u obyvateľstva. Napriek stále klesajúcim krátkodobým úrokovým mieram je vidieť, že v druhom kvartály roku 2013 mala dlhodobá úroková miera tendenciu rásť, namiesto toho, aby pokračovala v klesaní. Na základe Fisherovej rovnice je možné predpokladať, že táto zmena môže byť spôsobená práve náhlou zmenou vo výške očakávanej inflácie, ktorú vyvolalo spustenie QE a záväzok BoJ dosiahnuť 2% inflačný cieľ.



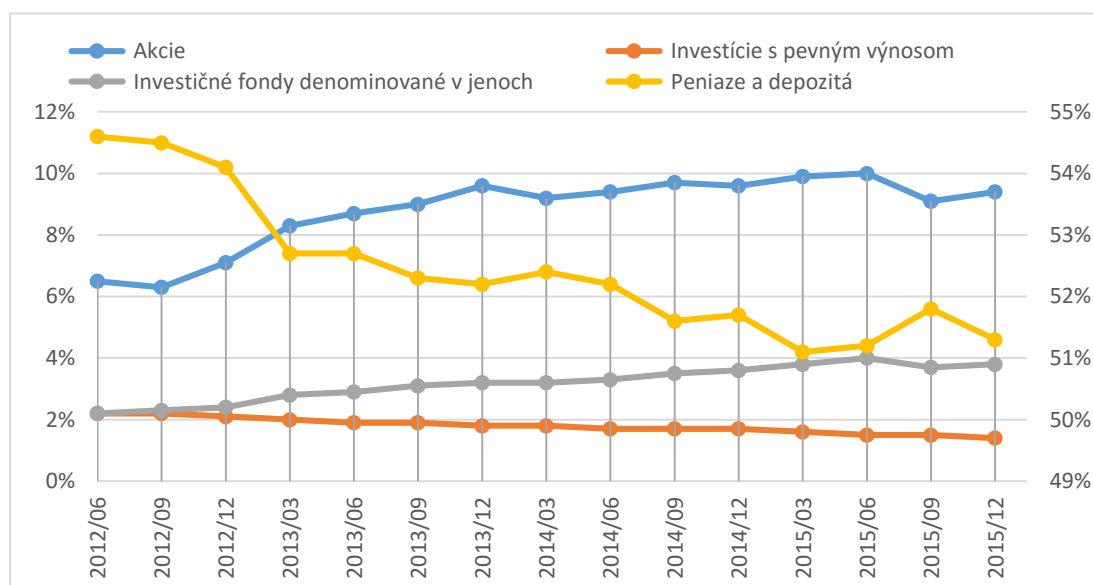
Obr. 13 Vývoj UOCR, dlhodobej a krátkodobej úrokovej miery v rokoch 2012 až 2015, v %
Zdroj: Bank of Japan, 2016 a OECD.Stat, 2016.

Pre porovnanie je vidieť, že dlhodobá úroková miera dosahovala v jún 2012 hodnotu 0,85 % a do konca roka 2015 klesla na 0,29 %, krátkodobá úroková miera sa do konca roka 2012 pohybovala na úrovni 0,33 % až 0,32 % a do konca roka 2015 klesla na 0,17 %. Všeobecne je preto možné povedať, že po spustení QE úrokové miery klesali. Úroková miera UOCR dosahovala v jún 2012 hodnotu 0,078 % a do konca roka 2015 klesla na 0,076 %. Tento pokles je však ťažko viditeľný na grafe, pretože sa jedná o veľmi malé zmeny kvôli jej už aj tak nízkej, až takmer nulovej, hodnote.

5.4 Aktíva a investičné rozhodnutia

Substitučný kanál z 2. kapitoly tejto práce a očakávania BoJ predpokladali nárast cien aktív. Ako ukazujú dáta Economic Research (2016), tak hodnota burzového indexu Nikkei 225 Average bola v roku 2012 na úrovni 9 107,52 jenov a na konci roka 2015 narástla na úroveň 19 202,58 jenov, čo je viac ako zdvojnásobenie hodnoty.

Jeden z predpokladaných kanálov kvantitatívneho uvoľňovania plánu „Abenomika“ zahŕňal vplyv na investičné rozhodnutia obyvateľstva a predpokladal presun investícií k rizikovejším formám. Substitučný kanál portfólia, ako súčasť transmisného mechanizmu kvantitatívneho uvoľňovania, predpokladá presun investícií obyvateľstva z vládnych dlhopisov k dlhodobým aktívam. Mali by tak urobiť či už v rámci nastavovania svojich rozváh alebo na základe preferovaných stanovísk, kedy sa rozhodnú finančné prostriedky nadobudnuté predajom JGBs centrálnej banke pre nákup iných dlhodobých aktív.



Obr. 14 Vývoj podielu vybraných aktív na všetkých aktívach držaných domácnosťami v rokoch 2012 až 2015, v %

Zdroj: JMA.

Na obrázku č.14 je zobrazený vývoj percentuálneho podielu vybraných aktív na všetkých aktívach držaných domácnosťami. Z dôvodu dostupnosti dát je zhodnotený vývoj aktív držaných domácnosťami a nie podnikmi, hoci si autorka uvedomuje, že práve podnikové investície pravdepodobne tvoria väčšiu časť investícií než domácnosti. Výber aktív je urobený na základe toho, u ktorých aktívach došlo k najvýraznejším zmenám od roku 2012. Na ľavej vertikálnej ose je percentuálny podiel investičných fondov denominovaných v jenocho, investícií s pevným výnosom a akcií. Pravá osa zobrazuje percentuálny podiel peňazí a depozít. Z grafu je zrejmé, že najväčší podiel tvoria práve peniaze a depozitá, ktoré

sú najbezpečnejšou formou uloženia peňazí vôbec a predstavujú viac ako 50 %. Na konci roka 2012 tvorili 54,1 % a ďalej ich pomer na aktívach klesal až do konca prvého kvartálu 2015, kedy dosiahol najnižšiu hodnotu 51,1 %. Následne hodnota mierne vzrástla ku koncu septembra 2015 na 51,8 % a do konca roka 2015 opäť poklesla a dosiahla hodnotu 51,3 %. Akcie sú považované za najrizikovejšiu možnosť investovania a ich podiel na celkových aktívach tvoril na konci roka 2012 7,1 %. V júny 2015 predstavoval ich podiel 10 %, čo je možné pokladať za celkom veľký nárast oproti roku 2012 vzhľadom na nízke percentuálne hodnoty. Do konca septembra podiel akcií mierne klesol na hodnotu 9,1 %, avšak ku koncu roka 2015 ich podiel opäť mierne vzrástol a to na hodnotu 9,4%. Ďalším ukazovateľom na grafe je percentuálny podiel investičných fondov denominovaných v jenoch. Táto forma investovania je menej riziková než akcie, avšak rizikovejšia než uloženie peňazí na účet. Ich podiel tvoril na konci roka 2012 úroveň 2,4 % a následne narastal do júna 2015, kedy dosiahol hodnotu 4 %. Toto je taktiež možné považovať za celkom veľký nárast. Jeho podiel však následne klesol na hodnotu 3,7 % avšak ku koncu roka 2015 taktiež mierne vzrástol, rovnako ako sa stalo u akcií a to na hodnotu 3,8 %. Poslednou formou investovania zobrazenou na grafe sú investície s pevným výnosom, ktoré sú menej rizikové než investičné portfóliá. Investíciou s pevným výnosom je napríklad nákup vládnych dlhopisov, JGBs. Z obrázku č.14 je zrejmé, že ich podiel od roku 2012 klesal. Na konci roka 2012 dosahoval hodnotu 2,1 % a do konca roka 2015 klesol na hodnotu 1,4 %.

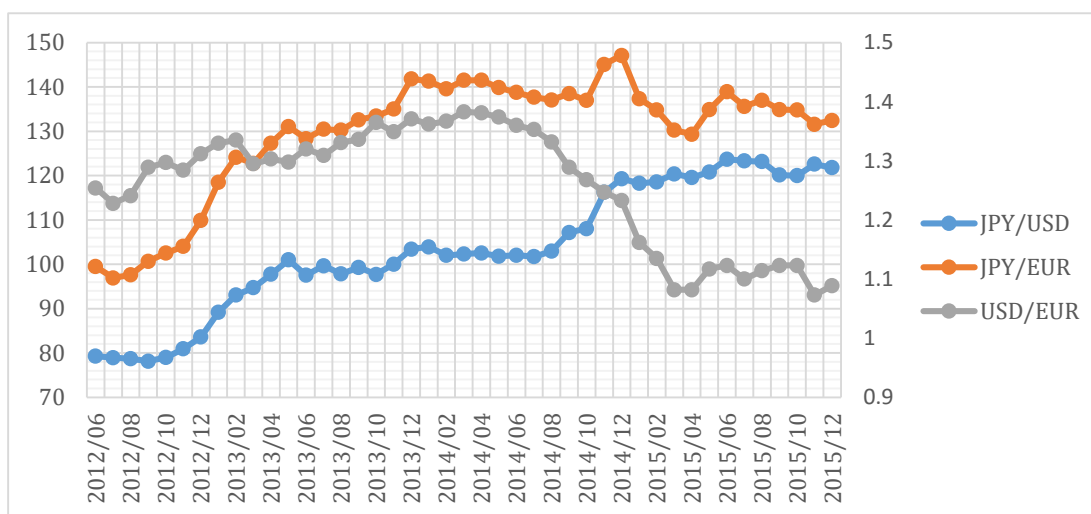
Na základe vývoja štyroch vybraných foriem aktív je možné povedať, že japonské obyvateľstvo presunulo časť svojich investícií z menej rizikových foriem do tých rizikovejších a to by mohlo prispieť k podpore životaschopných firiem v krajine.

5.5 Menový kurz

Na základe kanálu menového kurzu sa očakáva, že pokles úrokových mier povedie k znižovaniu záujmu o domácu menu, pokiaľ úrokové miery v zahraničí sú vyššie ako tie domáce. Guvernér Centrálny banky Japonska, Kuroda (2013), tvrdil, že zahájenie kvantitatívneho uvoľňovania v Japonsku nebude mať za následok znehodnocovanie meny, na druhej strane však viceguvernér BoJ, Iwata (2013), tento dopad očakával.

Na obrázku č.15 je na ľavej vertikálnej ose zobrazený vývoj menového kurzu JPY/ USD a JPY/EUR, a na pravej vertikálnej ose USD/EUR. Všetky kurzy zobrazujú vývoj ich hodnôt v čase od júna 2012 do konca roka 2015. Pre objektívnejšie zhodnotenie vývoja hodnoty jenu je zobrazená jeho hodnota nie len voči USD ale aj EUR, aby prípadné zhodnotenie USD v čase neskreslovalo objektívne zhodnotenie vývoja JPY po QE. Pred zhodnotením vývoja od roku 2012 je potrebné dodať, že na základe dát z JMA je zrejmé, že hodnota jenu mala od roku 2000 do prvej polovice roku 2012 tendenciu sa zvyšovať. Pri pohľade na vývoj oboch kriviek JPY je vidieť, že hodnota jenu sa začala mierne znehodnocovať voči obom menám októbrom roku 2012, kedy stúpila o 0,80 JPY voči USD a o 1,835 JPY voči EUR. V decembri 2012 sa

jen znehodnotil ešte viac a to o 2,68 JPY voči USD a o 5,906 JPY voči EUR oproti predchádzajúcemu mesiacu. To mohlo byť s najväčšou pravdepodobnosťou spôsobené víťazstvom Abeho a jeho Liberálno-demokratickej strany v parlamentných voľbách. Dôvodom pre znehodnotenie meny ešte pred samotným víťazstvom strany je, že Abe už počas svojej kandidatúry dával verejnosti jasne najavo svoje plány ohľadom monetárnych reforiem v Japonsku po jeho prípadnom zvolení za premiéra. Depreciácia jenu pokračovala aj po zahájení QE. Nemožno povedať, že by sa menový kurz jenu znehodnocoval pravidelne každým mesiacom, avšak z grafu je zrejmé, že hodnota jenu sa z dlhodobého hľadiska znižovala voči USD aj EUR.



Obr. 15 Vývoj menového kurzu JPY/USD, JPY/EUR a USD/EUR v rokoch 2012 až 2015
Zdroj: JMA.

Výrazný rozdiel vo vývoji hodnôt JPY/USD a JPY/EUR je viditeľný od decembra 2014 do apríla 2015, kedy jen voči EUR aprecioval zatiaľ čo voči USD naďalej deprecioval. Tento rozdiel vo vývoji je spôsobený znehodnotením EUR, ktoré začalo septembri roku 2014, to je možné vidieť na vývoji USD/EUR. Hodnota USD/EUR sa ustálila v apríli 2015 na hodnote 1,082 a do konca roka 2015 sa pohybovala na podobnej úrovni. Zmena hodnoty EUR mala vplyv na vývoj JPY/EUR, kde je vidieť, že aprecioval JPY voči EUR sa zastavila v apríli 2015. Odhliadnuc od vývoja USD a EUR je možné povedať, že sa JPY znehodnocoval od októbra 2012 až do konca roka 2015. Od októbra 2012 sa JPY znehodnotil voči EUR o 22,62 % a voči USD o 35,15 % ku koncu roka 2015.

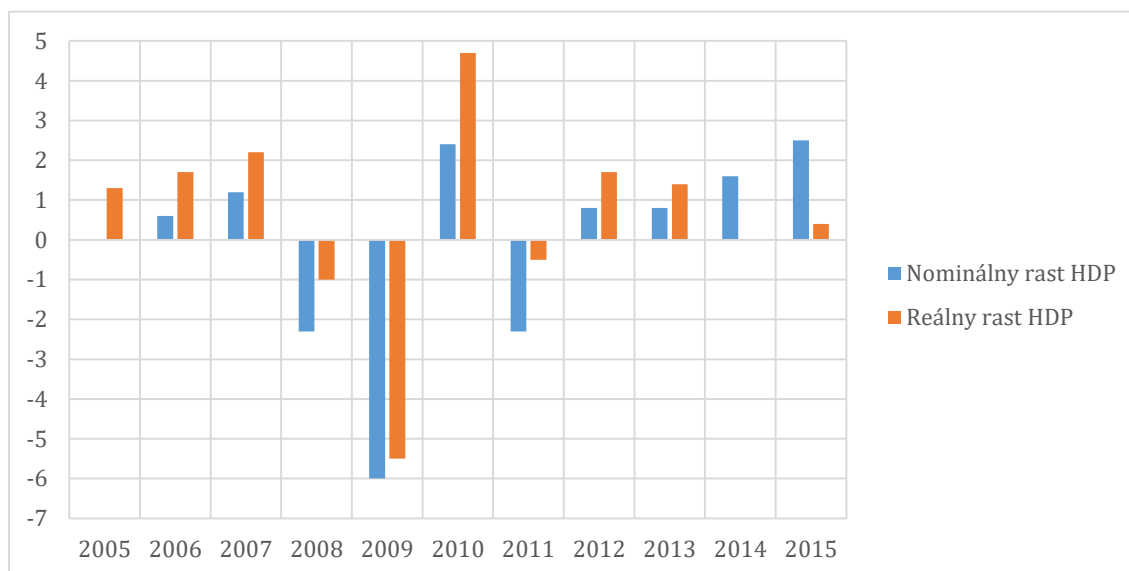
Znehodnotenie jenu by malo pozitívne vplývať na čistý export, pretože znehodnotenie meny by malo posilniť export a oslabiť import. Z vývoja dát sa zdá, že guvernér Kuroda (2013) nemal pravdu a nárast menovej bázy a teda aj následný pokles úrokových mier spôsobil depreciáciu meny. Takže znehodnoteniu jenu nezabránili prípadný rast potencionálneho produktu, fiškálne opatrenia ani štrukturálne reformy.

6 Vyhodnotenie dopadu kvantitatívneho uvoľňovania na HDP Japonska

V tejto kapitole je vyhodnotený dopad QE na HDP. Nemožno však zabúdať na fakt, že plán „Abenomika“ zahŕňa nie len kvantitatívne uvoľňovanie, ale aj fiškálnu politiku a štrukturálne reformy, ktoré majú taktiež dopad na vývoj HDP. Taktiež je potrebné brať do úvahy, že prípadný priaznivý vývoj HDP nie je len výsledkom QE a reforiem, ale taktiež mnohých iných faktorov, napríklad možným oživením svetovej ekonomiky.

6.1 Nominálny, reálny HDP a produkčná medzera

Očakávaný dopad kvantitatívneho uvoľňovania, ako súčasť plánu „Abenomika“ bol, že by mal pozitívne vplývať na rast skutočného HDP a ten by sa mal priblížiť k potencionálnemu HDP. V prípade dosiahnutia úrovne potencionálneho HDP by sa v ekonomike uzavrela záporná produkčná medzera, ktorá sa v Japonskej ekonomike vyskytovala od roku 1994. Na obrázku č.16 je zobrazený percentuálny vývoj medziročného rastu nominálneho a reálneho HDP od začiatku roku 2005 do konca roka 2015. Základom pre reálne hodnoty HDP sú ceny z roku 2005 a z tohto dôvodu, je na nasledujúcom obrázku č.16 vyobrazený vývoj hodnôt už do roku 2005. Vďaka dlhšiemu časovému obdobiu, je možné lepšie vidieť fakt, že reálne hodnoty dlhodobo prevyšovali tie nominálne.



Obr. 16 Vývoj medziročného rastu nominálneho a reálneho HDP v rokoch 2005-2015, v %
Zdroj: Cabinet Office.

Vzhľadom k dlhotrvajúcej deflácii je vidieť, že reálny rast HDP mal dlhodobo tendenciu prevyšovať ten nominálny a to aj v čase finančnej krízy v rokoch 2008

a 2009, aj v roku 2011, keď došlo k zemetraseniu a tsunami. V roku 2012 spustila Abeho vláda plán „Abenomika“ a v roku 2013 sa pridala k plánu na obnovu ekonomiky aj Centrálna banka Japonska zahájením kvantitatívneho uvoľňovania.

Na obrázku č.16 je vidieť, že nominálny medziročný rast HDP dosiahol v roku 2012 aj roku 2013 hodnotu 0,8 %. Reálny medziročný rast HDP dosiahol v roku 2012 hodnotu 1,7 % a v roku 2013 hodnotu 1,4 %. To znamená, že rozdiel medzi nominálnym rastom a reálnym sa v roku 2013 znížil oproti roku 2012. V roku 2014 prvý krát nominálny rast HDP prevýšil ten reálny. Nominálny toho roku dosiahol hodnotu 1,6 %, zatiaľ čo reálny klesol na nulu. V roku 2015 sa medziročný nominálny rast HDP ešte viac navýšil a dosiahol hodnotu 2,5 %, zatiaľ čo reálny stúpil na hodnotu 0,4 %. Z vývoja týchto dát možno usúdiť dve veci. Kvantitatívne uvoľňovanie spolu s fiškálnymi opatreniami malo pozitívny vplyv na rast nominálneho HDP, čoho príčinou bude pravdepodobne nárast cenovej hladiny v Japonsku. Napriek tomu však monetárne ani fiškálne opatrenia nezabezpečili výrazný percentuálny medziročný nárast reálneho HDP, ktorého medziročný rast bol v roku 2015 nižší ako ten z roku 2012.

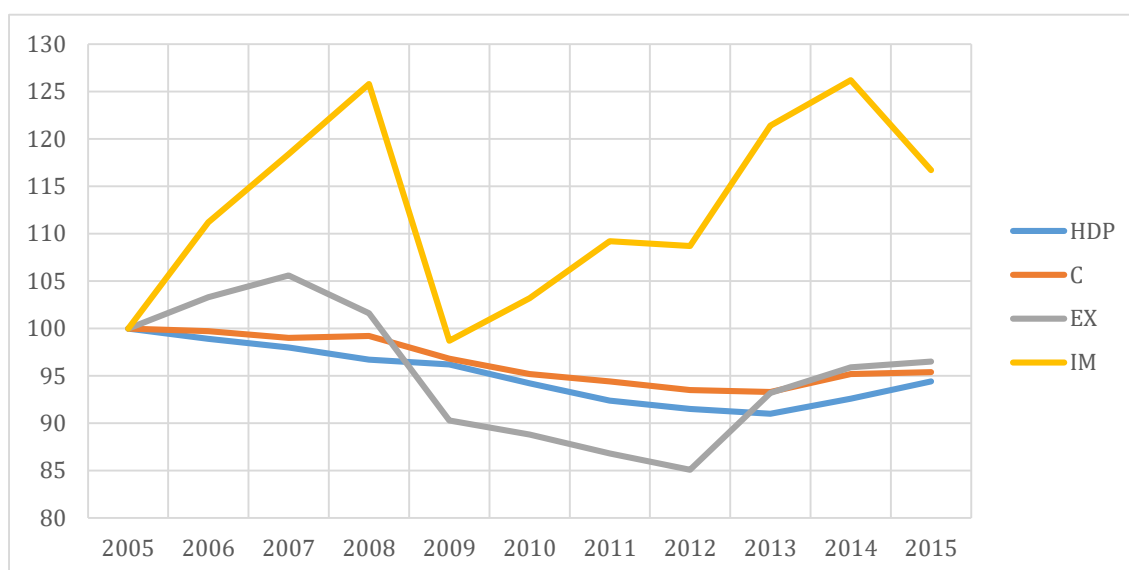
Navýšenie reálneho HDP by malo mať za následok uzavretie zápornej produkčnej medzery a ďalej navýšenie produkčnej medzery do kladných hodnôt. Podľa dát z OECD.Stat (2016) mala produkčná medzera Japonska v roku 2012 hodnotu -0,482 %. Na konci roka 2013 prekročila nulovú hranicu a dostala sa na hodnotu 0,695 %. Na konci roka 2014 dosiahla produkčná medzera hodnotu 0,16 % a na konci roka 2015 hodnotu 0,327 %. Vzhľadom k faktu, že od prasknutia bubliny z roku 1991 dosiahla produkčná medzera kladných hodnôt len v rokoch 1996, 1997 a medzi rokmi 2005 až 2008 (viď obr.5), je možné jej zvyšovanie sa od roku 2013 pokladať za úspešný výsledok nie len kvantitatívneho uvoľňovania, ale aj fiškálnych opatrení zo strany vlády.

6.1.1 Deflátor HDP

Vyššie je uvedené, že zvyšovanie cenovej hladiny od roku 2013, kedy CPI presiahla nulovú hodnotu, môže mať za následok zvyšovanie nominálneho HDP. Zvyšovanie cenovej hladiny v krajine je však možné sledovať aj pomocou deflátoru HDP. Prípadný rozdiel medzi vývojom hodnôt CPI a deflátorom HDP môže byť zapríčinený tým, že k výpočtu CPI sa používa kôš vybraných produktov a služieb, zatiaľ čo deflátor HDP zahŕňa všetky produkty a služby zakúpené v krajine. Na obrázku č.15 je zobrazený percentuálny vývoj deflátoru celkového HDP Japonska a aj jeho čiastkových deflátorov súkromnej spotreby (C), exportu (EX) a importu (IM). Deflátoři C, EX a IM sa vypočítavajú rovnako, ako v prípade HDP a teda, ako pomer ich nominálnej hodnoty k reálnej. Vzhľadom k tomu, že reálne hodnoty HDP berú do úvahy ceny z roku 2005, tak všetky deflátoři na grafe začínajú v roku 2005 na hodnote 100, čo znamená že nominálne hodnoty HDP, C, EX a IM boli v tom roku rovné ich reálnym hodnotám.

Na obrázku č.17 vidieť, že deflátor HDP mal dlhodobý klesavý charakter, čo znamená, že ceny tovaru a služieb každým rokom klesali. Tento trend trval až do roku 2013, kedy dosiahol hodnotu 91. Za rok 2014 sa zvýšil na hodnotu 92,6 a za

rok 2015 na hodnotu 94,4. To značí, že cenová hladina všetkých tovarov a služieb nakúpených v krajine sa od roku 2013 začala postupne približovať k ich cenám z roku 2005. Problémom deflátoru HDP je, že berie do úvahy všetky tovary a služby vrátane tých zahraničných, ktoré boli nakúpené domácimi spotrebiteľmi. Preto je pre lepšie posúdenie rastu cien na grafe zobrazený aj vývoj deflátoru súkromnej spotreby obyvateľstva. Vývoj deflátoru C je od roku 2005 podobný deflátoru HDP a je vidieť, že mal od roku 2005 tendenciu klesať. Taktiež zvrät v jeho vývoji nastal v roku 2013, keď dosiahol hodnotu 93,3 a rok na to sa zvýšil na hodnotu 95,2 a do konca roka 2015 dosiahol hodnotu 95,4. Deflátor C stúpol v roku 2014 medziročne o viac ako deflátor celkového HDP, to môže byť zapríčinené práve zvýšením DPH z 5 % na 8 % v apríli roku 2014.



Obr. 17 Vývoj hodnoty deflátoru HDP a čiastkových deflátorov C, EX a IM v rokoch 2005 až 2015
Zdroj: Cabinet Office.

Na grafe je zobrazený aj vývoj deflátoru exportu a importu a to z dôvodu, že na ceny tovarov a služieb patriacich do tejto skupiny má vplyv nie len zvyšovanie cenovej hladiny v krajine, ale taktiež menový kurz. Ako predpokladal Iwata (2013), tak pokles úrokových mier povedie k deprecii jenu a to by malo mať za následok zvýšenie exportu z Japonska a taktiež zníženie importu. Malo by sa tak stať kvôli tomu, že znehodnotenie jenu povedie k znižovaniu cien japonských produktov a služieb pre krajiny používajúce inú menu ako jen. Ako je vidieť na obrázku č.13, kde je zobrazený vývoj menového kurzu JPY/USD a JPY/EUR, tak hodnota jenu sa začala mierne znehodnocovať voči USD aj EUR od októbra roku 2012 a od decembra 2012 pokračovala v znehodnocovaní ešte viac. Pri pohľade na vývoj deflátoru EX je vidieť, že práve v roku 2012 sa jeho hodnota začala výrazne navyšovať, oveľa rýchlejšie ako u samotného HDP alebo súkromnej spotreby. Tento nárast môže byť spôsobený nie len zvyšovaním cien a inflačných očakávaní v Japonsku, ale taktiež tým, že exportéri nemuseli okamžite reagovať na depreciiu jenu zmenou cien

svojich výrobkov v zahraničí. V roku 2012 dosiahol deflátor exportu hodnotu 85,1, v roku 2013 hodnotu 93,2, v roku 2014 hodnotu 95,9 a do konca roka 2015 dosiahol hodnotu 96,5.

Vzhľadom k tomu, že hodnota jenu sa do roku 2012 mala tendenciu zvyšovať a v krajine sa dlhodobo vyskytovala deflácia, tak hodnota deflátoru importu sa od roku 2005 zvyšovala. Jediný krát, kedy sa náhle znížila je rok 2009, keď bola vo svete finančná kríza od roku 2010 sa však vývoj hodnoty deflátoru vrátil k rastúcemu trendu. V roku 2012 dosiahol deflátor importu hodnotu 108,7, každoročne narastal až do roku 2014, kedy dosiahol hodnotu 126,2. Tento nárast bol podporovaný veľkým znehodnocovaním jenu a z toho dôvodu ceny importovaných tovarov zdražovali. Následne však v roku 2015 došlo k poklesu deflátoru importu na hodnotu 116,7. Takýto náhly prepád môže byť zapríčinený dvoma faktormi. Po prvé, je to znehodnotenie menového kurzu EUR a po druhé, náhlym prepádom cien energií a ropy na konci roku 2014 a v roku 2015.

6.2 Vývoj zložiek HDP po spustení kvantitatívneho uvoľňovania

V tejto podkapitole je zhrnutý vývoj jednotlivých zložiek HDP po spustení kvantitatívneho uvoľňovania centrálnou bankou. Vyhodnocovaný je reálny HDP, aby mohol byť prípadný rast spotreby, vládnych výdajov, investícií alebo čistého exportu zrovnateľný v čase. Reálnymi hodnotami sú ceny z roku 2005, rovnako ako v predchádzajúcej podkapitole. Samozrejme je opäť potrebné počítať s vplyvom fiškálnych opatrení a štrukturálnych reforiem od roku 2012.

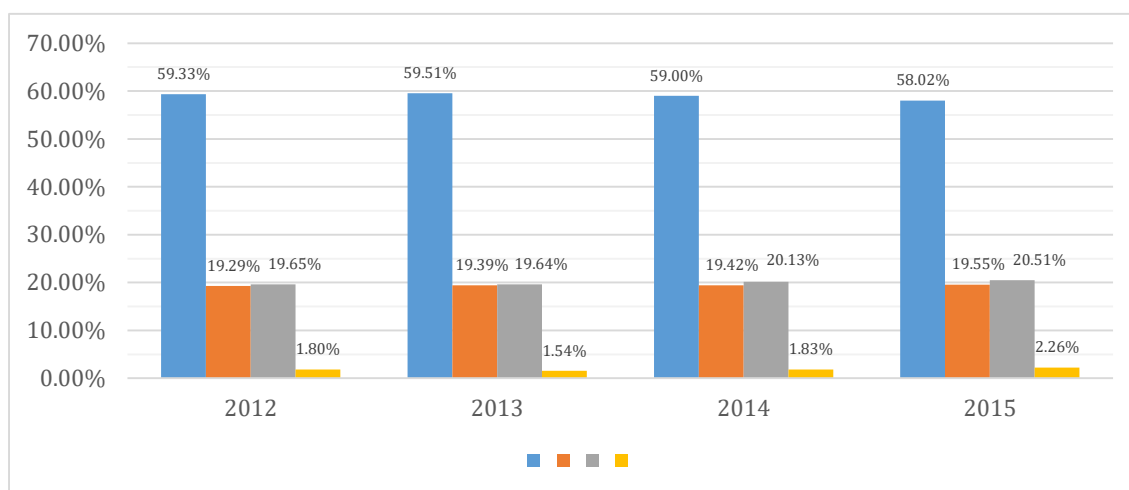
Tab. 1 Hodnoty reálneho HDP a jeho zložiek v rokoch 2012 až 2015, v biliónoch jenoch

	2012	2013	2014	2015
Súkromná spotreba	308 072,2	313 204,1	310 391,2	306 520
Vládne výdaje	100 179,9	102 044,8	102 160,7	103 289,3
Investície	102 029,2	103 382,8	105 881,5	108 369,8
Čistý export	9 353,9	8 100,2	9 644,7	11 930,4
Zvyšok	-418,3	-470,8	-1 982,5	-1 789,9
Reálny HDP	519 216,8	526 261,1	526 095,7	528 319,5

Zdroj: Cabinet Office.

Tabuľka č.1 zobrazuje hodnoty reálneho HDP a jeho jednotlivých zložiek od roku 2012 do roku 2015. Okrem súkromnej spotreby, vládnych výdajov, investícií a čistého exportu sa v tabuľke nachádza aj zložka zvyšok (*residual*). Tá zahŕňa ostatné položky HDP, ktoré nemožno zaradiť do tých predchádzajúcich. Podľa

Statistics Bureau (2016) predstavuje zvyšok štatistickú odchýlku, ktorá vzniká rozdielom hodnôt medzi HDP vypočítaným výdajovou metódou a metódou finálnych produktov. HDP vypočítané týmito dvoma spôsobmi by sa mali rovnať, preto sa do štatistík HDP vypočítaných výdajovou metódou pridáva položka zvyšok. Z dát je možné vidieť, že v roku 2012 celkový reálny HDP dosahoval hodnotu 519 216,8 bilióna jenov. Do konca roka 2013 narástol až o 7 044,3 bilióna jenov, avšak v roku 2014 klesol na hodnotu 526 095,7 biliónov jenov. Ku koncu roka 2015 opäť narástol a dosiahol hodnotu 528 319,5 biliónov jenov. Celkovo je však zrejmý nárast reálneho HDP do konca roka 2015, kedy jeho hodnota bola vyššia o 9 102,7 bilióna jenov oproti roku 2012. Už na prvý pohľad je z tabuľky zrejmé, že pokles reálneho HDP v roku 2014 bol zapríčinený poklesom súkromnej spotreby, vzhľadom na to, že G, I aj NX od roku 2012 medziročne rástli. Keď sa hodnoty jednotlivých zložiek HDP zobrazia ako pomer ich hodnôt k celkovému HDP (vid' obr.18), je možné vidieť, že súkromná spotreba tvorí každoročne najväčšiu časť celkového HDP, vládne výdaje a investície tvoria približne rovnakú časť a najmenšiu časť HDP tvorí čistý export.



Obr. 18 Hodnoty C, G, I a NX ako pomer k celkovému reálnemu HDP v rokoch 2012 až 2015.
Zdroj: Cabinet Office.

Súkromná spotreba (C)

Na začiatok je potrebné spomenúť, že z historických dát Cabinet Office je možno povedať, že hodnota súkromnej spotreby v reálnych cenách sa každoročne od roku 2009 zvyšovala až do roku 2012, (vid' príloha A). V roku 2012 tvorila súkromná spotreba 59,33 % z celkového HDP, keď dosahovala hodnotu 308 072,2 biliónov jenov. O rok neskôr sa tento pomer zvýšil o 0,18 %, ale od roku 2013 do roku 2015 klesal. Pokles v súkromnej spotrebe zaznamenaný v roku 2014 oproti roku 2013 bol väčší ako ten v čase finančnej svetovej krízy, z roku 2008 na rok 2009. Do konca roka 2015 klesol podiel súkromnej spotreby na celkovom HDP Japonska o 1,31 % a celkovo klesla jej hodnota o 1 552,2 biliónov jenov oproti roku 2012. Opäť je možné očakávať, že jedným z faktorov negatívne vplyvajúcim na pokles súkromnej spotreby v Japonsku je práve zvýšenie DPH v apríli roku 2014.

Tento negatívny vývoj súkromnej spotreby neodpovedá očakávaným výsledkom nie len kvantitatívneho uvoľňovania, ale ani celého plánu „Abenomika“. Celé to zhoršuje ešte fakt, že súkromná spotreba tvorí najväčšiu časť celého HDP a jej pokles má väčší dopad na veľkosť HDP, než prípadný pokles vládnych výdajov, investícií alebo čistého exportu.

Vládne výdaje (G)

Na rozdiel od súkromnej spotreby je možné vidieť, že hodnota vládnych výdajov a ich podiel na celkovom HDP od roku 2012 medziročne narastal. Vládne výdaje narástli od konca roka 2012 do konca roka 2015 o 3 109,4 bilióna jenov, čo ku koncu roka 2015 predstavuje čiastku 103 289,3 bilióna jenov. Vzhľadom k tomu, že súčasťou plánu „Abenomika“ boli fiškálne balíčky na podporu ekonomickej aktivity je tento nárast očakávaný. Podiel vládnych výdajov na celkovom HDP krajiny dosahoval na konci roka 2015 hodnotu 19,55 %.

Vzhľadom k narastajúcim vládnym výdajom je namieste si overiť, či sa japonskej vláde v rámci fiškálnej konsolidácii z plánu „Abenomika“ podarilo znížiť vládny dlh, hoci tento ukazovateľ nie je následkom kvantitatívneho uvoľňovania. Podľa údajov z JMA na konci roka 2015 predstavoval vládny dlh v pomere ku HDP hodnotu 242,6 %. To znamená jeho nárast oproti hodnote z konca roka 2012.

Investície (I)

Pri pohľade na tabuľku č.1 je však vidieť pozitívny vývoj investícií, ktoré od roku 2012 majú tendenciu narastať. Investície stúpili od roku 2012 do konca roka 2015 o 6 340,6 bilióna jenov. Je však potrebné dodať, že na základe historických dát Cabinet Office (vid' príloha A) je zrejmé, že už po vypuknutí finančnej krízy mali investície tendenciu medziročne rásť od roku 2009, preto nemožno nárast investícií pokladať len za úspech reforiem. Na obrázku č.16 je taktiež viditeľné, že pomer investícií na celkovom HDP od roku 2013 narastal. Napriek zrejmému medziročnému nárastu investícií je potrebné zhodnotiť, ktorá časť investícií narastá, prípadne klesá, od spustenia QE. Investície sa skladajú z tvorby hrubého fixného kapitálu súkromným sektorom, verejným sektorom a zmien v zásobách. Tvorbu hrubého fixného kapitálu súkromným sektorom je možné ďalej rozdeliť na rezidenčné investície (*residential investment*), ktoré zahŕňajú výdavky do nehnuteľností, bytové potreby a podobne, a na nerezidenčné (*non-residential investment*), ktoré zahŕňajú kapitál vynaložený na nákup cenných papierov, strojov, tovární a podobne. Nasledujúca tabuľka č.2 zobrazuje vývoj reálnych hodnôt tvorby hrubého fixného kapitálu súkromným sektorom rozdeleného na rezidenčné a nerezidenčné investície a verejným sektorom od roku 2012 do konca roka 2015. Pre reálne hodnoty sú základom ceny z roku 2005. Z tabuľky je zrejmé, že najväčšiu časť investícií, ako zložky HDP, tvoria nerezidenčné investície súkromného sektoru. V roku 2012 tieto investície dosahovali hodnotu 69 160,9 bilióna jenov a následne do roku 2013 medziročne klesli. Avšak od roku 2013 do konca roka 2015 každoročne narastali a ku koncu roka 2015 dosahovali hodnotu 71 889,2 biliónov jenov. U rezidenčných investícií je vidieť opačný vývoj ako u tých nerezidenčných

a teda, od roku 2012 do roku 2013 ich hodnota narástla a následne od roku 2013 do konca roka 2015 každoročne klesala. Tvorba hrubého fixného kapitálu tvoreného verejným sektorom tvorí menší podiel na celkových investíciách než súkromný sektor. Jeho hodnota dosahovala za rok 2012 hodnotu 20 322,3 bilióna jenov a do konca roka 2014 narastala. Následne do konca roka 2015 klesla na hodnotu 21 555,6 bilióna jenov.

Tab. 2 Reálne hodnoty tvorby hrubého fixného kapitálu súkromným a verejným sektorom v rokoch 2012 až 2015, v biliónoch jenoch.

	2012	2013	2014	2015
Rezidenčné investície	13 372,6	14 495,6	13 732,8	13 380,0
Nerezidenčné investície	69 160,9	68 833,8	70 993,9	71 889,2
Verejný sektor	20 322,3	21 952,4	22 046,5	21 555,6

Zdroj: Cabinet Office.

Pozitívnym javom je fakt, že v japonskej ekonomike od roku 2013 narastá podiel nerezidenčných investícií na celkových investíciách, pretože práve tieto investície sú dobrým predpokladom k vytvoreniu nových pracovných miest, k rozširovaniu výroby a taktiež k podpore firiem. V predchádzajúcej kapitole je ukázané, že došlo k poklesu finančných prostriedkov domácností držaných vo forme peňazí a ich presun do rizikovejších aktív. To môže byť práve jednou z príčin zvyšovania nerezidenčných investícií, najmä pri predpoklade, že investičné rozhodnutia podnikov a iných finančných inštitúcií sa od roku 2013 zmenili rovnako ako rozhodnutia domácností.

Čistý export (NX)

Obrázok č.18 ukazuje, že podiel NX na celkovom reálnom HDP každoročne narastal od spustenia QE v roku 2013. Tabuľka č.3 zobrazuje reálne a nominálne hodnoty čistého exportu, exportu (EX) a importu (IM) od roku 2012 do konca roka 2015. Na začiatku je potrebné dodať, že reálna hodnota NX mala tendenciu klesať od roku 2010 a klesala až do roku 2012, kedy dosahovala hodnotu 9 353,9 biliónov jenov, (viď príloha A). Je vidieť, že reálna hodnota NX od spustenia kvantitatívneho uvoľňovania každoročne narastala. V roku 2013 začala hodnota jenu klesať, čo by malo mať za následok nárast čistého exportu. Z tabuľky č.3 je zrejmé, že sa tak stalo a na konci roka 2015 dosahoval reálny čistý export hodnotu 11 930,4 bilióna jenov. Avšak čo sa týka nominálnej hodnoty NX, tá od roku 2012 do konca roka 2014 klesala a dosahovala záporné hodnoty. Pre lepšie zhodnotenie, prečo sa vývoj nominálnej hodnoty líši od vývoja reálnej je potrebné sa pozrieť na hodnoty exportu a importu, ktorých rozdiel tvorí čistý export. Reálne aj nominálne hodnoty exportu aj importu narastali už od roku 2012 do konca roka 2014 a okrem nominálnej hodnoty IM pokračovali v rastúcom trende do konca roka 2015.

Tab. 3 Reálne a nominálne hodnoty NX, EX a IM v rokoch 2012 až 2015, v biliónoch jenoch.

	Čistý Export		Export		Import	
	Reálny	Nominálny	Reálny	Nominálny	Reálny	Nominálny
2012	9 353,9	-9 170,1	82 201	69 986,4	72 847,2	79 156,5
2013	8 100,2	-13 629	83 196,9	77 552,4	75 096,7	91 181,4
2014	9 644,7	-15 141,7	90 123,4	86 400,3	80 478,6	101 542
2015	11 930,4	-4 785,4	92 564,7	89 282,7	80 634,3	94 068,1

Zdroj: Cabinet Office.

Už na základe vývoja deflátoru EX z obrázku č.17 týkajúceho sa vývoja jednotlivých deflátorov HDP a jeho zložiek, bolo zrejmé, že nominálne hodnoty exportu boli od roku 2008 nižšie ako tie reálne a každoročne sa znižovali až do konca roka 2012. Tento rozdiel medzi nominálnym a reálnym EX je zrejmý aj v tabuľke č.3. Nominálne a reálne hodnoty IM ukazujú pravý opak a teda, nominálne hodnoty sú od roka 2012 do konca roka 2015 vyššie ako tie reálne. Tento rozdiel medzi nominálnymi hodnotami EX a IM spôsobuje záporný čistý export, pretože momentálne ceny importovaných tovarov sú vyššie ako exportovaných. Nominálny čistý export dosahoval v za rok 2014 hodnotu -15 141,7 bilióna jenov a do konca roka 2015 stúpil na hodnotu -4 785,4 bilióna jenov. Tento pozitívny vývoj bol pravdepodobne spôsobený najmä poklesom nominálnych cien importu v roku 2014 z dôvodu znehodnotenia EUR a poklesu cien energií a ropy.

Po zhodnotení ukazovateľov čistého exportu je možné povedať, že rast nominálnej hodnoty exportu bol zapríčinený kvantitatívnym uvoľňovaním vďaka rastu domácich cien a znehodnotením JPY. Naopak zníženie nominálnych cien importu bolo pravdepodobne následkom znehodnotenia EUR a poklesu cien energií a ropy v roku 2014.

7 Záver

V záujme ukončenia dlhoročnej deflácie, Centrálna banka Japonska viac ako zdvojnásobila monetárnu bázu v priebehu dvoch rokov, avšak ponuka peňazí v ekonomike nerástla rovnakou rýchlosťou, čo mohlo byť zapríčinené pretrvávajúcou neochotou požičať si peniaze zo strany obyvateľstva. V rámci 2% inflačného cieľa z roku 2013 sa podarilo priblížiť jadrovú infláciu ku koncu roka 2015 k tomuto cieľu a to na úroveň 1,3 %. Vzhľadom na domnienku pozitívneho vzťahu medzi infláciou a inflačnými očakávaniami možno predpokladať aj nárast inflačných očakávaní obyvateľstva. Analýzou dát sa potvrdil predpoklad presunu investičných rozhodnutí obyvateľstva a podiel rizikovejších foriem aktív na celkových aktívach obyvateľstva sa zvýšil. Z výsledkov analýzy dát je viditeľný pokles nie len krátkodobých, ale aj dlhodobých úrokových mier od roku 2013 do konca roka 2015, ktorých následkom bolo znehodnotenie japonskej meny oproti americkému doláru o 35,15 % a euru o 22,62 %.

Na vývoj HDP Japonska malo vplyv nie len kvantitatívne uvoľňovanie, ale taktiež rozsiahle fiškálne opatrenia zo strany vlády a zmeny vo svetovej ekonomike, preto nemožno odhadnúť presnú veľkosť podielu kvantitatívneho uvoľňovania na vývoji HDP do roku 2012 do konca roka 2015. Každopádne je zrejmý nárast reálneho aj nominálneho HDP. Nominálny HDP rástol medziročne viac, čo môže byť zapríčinené práve zvýšením cenovej hladiny. Toto zvýšenie je možné pokladať za následok kvantitatívneho uvoľňovania, vzhľadom aj na nárast jadrovej inflácie. Každoročný nárast reálneho HDP zapríčinil uzavretie zápornej produkčnej medzery a jej posunutie do kladných hodnôt, čo je jedným z hlavných cieľov samotného plánu „Abenomika“. Pri bližšej analýze jednotlivých zložiek reálneho HDP, ktorý je zrovnateľný v čase, je vidieť, že reálna hodnota súkromnej spotreby, ktorá tvorí najväčšiu časť HDP, každoročne klesala od roku 2013. Tento pokles môže byť zapríčinený zvýšením DPH v apríli 2014. Na rozdiel od súkromnej spotreby, reálna hodnota vládnych výdajov, investícií a čistého exportu od roku 2013 rástla. Nárast vládnych výdajov nie je však následkom kvantitatívneho uvoľňovania, ale rozsiahlych fiškálnych balíčkov na podporu ekonomiky, čoho následkom je neustále zvyšovanie vládneho dlhu, ktorý ku koncu roka 2015 narástol do výšky 242,6 % HDP. Pozitívne sa od konca roka 2013 vyvíja podiel nerezidenčných investícií na celkových investíciách. Tieto zmeny sú dobrým predpokladom na podporu životaschopných firiem, rozširovanie výroby a vytváranie nových pracovných miest v krajine. Poslednou zložkou HDP je čistý export, na ktorý má vplyv nie len zmena cenovej hladiny v krajine, ale aj vývoj menového kurzu. Hoci reálna hodnota čistého exportu každoročne narastala, nemožno to isté povedať aj o jej nominálnej hodnote, ktorá od roku 2010 do roku 2014 klesla a následne do konca roka 2015 vzrástla. Pri analýze exportu a importu sa ukazuje, že nominálna hodnota exportu rástla vďaka rastu domácich cien a znehodnoteniu JPY, naopak zníženie nominálnej hodnoty importu bolo pravdepodobne následkom znehodnotenia EUR a poklesu cien energií a ropy v roku 2014.

Všeobecne je však možné povedať, že Centrálna banka Japonska sa priblížila k svojmu hlavnému cieľu, ktorým je inflácia na úrovni 2 % a zvýšenie inflačných očakávaní obyvateľstva, presun finančných prostriedkov domácností z depozít do rizikovejších foriem aktív a taktiež spôsobila nárast čistého exportu, vďaka znehodnoteniu japonskej meny a nárastu cenovej hladiny. Spoluprácou monetárnej politiky s fiškálnou a štrukturálnymi reformami je možné budúce zlepšenie ekonomickej situácie v Japonsku, to by však vláda Shinza Abeho musela trvať aj ďalšie funkčné obdobia, vzhľadom na fakt, že na oživenie ekonomiky sú štyri roky veľmi krátke obdobie.

8 Literatúra

- ABE, SHINZO. *Japan is Back*. Speech by Prime Minister Shinzo Abe at the Center for Strategic and International Studies (CSIS) [online]. Ministry of Foreign Affairs of Japan, 2013 [cit. 2016-05-03]. Dostupné z: http://www.mofa.go.jp/announce/pm/abe/us_20130222en.html
- ANDERSON, DERECK, BOTMAN, DENNIS AND BEN HUN. *Is Japan's Population Aging Deflationary?*, IMF Working Paper, 14/139 [online]. Research Department and Asia and Pacific Department, 2014 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14139.pdf>
- ANDOLFATTO, DAVID. *Macroeconomic Theory and Policy*. Preliminary Draft [online]. Simon Fraser University, 2005 [cit. 2016-04-15]. Dostupné z: <http://www.sfu.ca/~dandolfa/macro2005.pdf>
- BANK OF JAPAN. *A Guide to „Monetary Base and the Bank of Japan's Transactions* [online]. Bank of Japan, Policy Planning Office, 2000 [cit. 2016-04-17]. Dostupné z: <https://www.boj.or.jp/en/statistics/outline/exp/data/exmbt01.pdf>
- BANK OF JAPAN. BOJ Time-Series Data Search [online]. 2016 [cit. 2016-04-17]. Dostupné z: http://www.stat-search.boj.or.jp/index_en.html
- CABINET OFFICE. Cabinet Office, Government of Japan [online]. Tokyo: Economic and Social Research Institute, ©2014 [cit. 2016-05-04]. Dostupné z: <http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/sokuhou/files/2015/qe154/gdemenuea.html>
- CALLEN, TIM. *Gross Domestic Product: An Economy's All* [online]. International Monetary Fund, Finance & Development, 2012 [cit. 2016-04-14]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/gdp.htm>
- DOI, TAKERO, HOSHI, TAKEO AND TATSUYOSHI OKIMOTO. *Japanese Government Debt and Sustainability of Fiscal Policy*. NBER Working Paper Series, 17305 [online]. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2011 [cit. 2016-04-17]. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w17305.pdf>
- DORGAN, GEORGE. *Irvin Fisher's Deflationary Spiral* [online]. Swiss National Bank, 2013 [cit. 2016-04-15]. Dostupné z: <https://snb.ch/economic-theory/deflationary-spiral/>
- ECONOMIC RESEARCH. Federal Reserve Bank of St.Louis [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://research.stlouisfed.org/fred2/release?rid=287>
- FAWLEY, BRETT W. AND CHRISTOPHER J. NEELY. *Four stories of Quantitative Easing*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review 95(1), pp. 51–88 [online]. Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013 [cit. 2016-11-28]. Dostupné z: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/13/01/Fawley.pdf>
- FUKAO, KYOJI. *Explaining Japan's Unproductive Two Decades*. REITI Policy Discussion Paper Series, 13-P-022 [online]. Research Institute of Economy, Trade and

- Industry ans Hitotsubashi University, 2013 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/aepr.12020/abstract?userIsAuthenticated=false&deniedAccessCustomisedMessage=>
- GLOBAL-RATES.COM. *BOJ overnight call rate – Japanese central bank's interest rates* [online]. Triami Media BV in cooperation with HomeFinance, ©2009 -2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://www.global-rates.com/interest-rates/central-banks/central-bank-japan/boj-interest-rate.aspx>
- GOODMAN, MATTHEW P. AND NICHOLAS SZECHENYI. *Abenomics, Part Three* [online]. Center for strategic & international studies, 2013 [cit. 2016-04-17]. Dostupné z: <http://csis.org/publication/abenomics-part-three>
- HAUSMAN, JOSHUA K. AND JOHANESS F. WIELAND. *Abenomics: Prelinary Analysis and Outlook*. Brookings Papers on Economic Activity, vol. 48, issue 1 (Spring) [online]. University of Michigan and University of California, 2014 [cit. 2016-04-17]. Dostupné z: <http://muse.jhu.edu/article/556855>
- INVESTOPEDIA. *Taylor's rule* [online]. Investopedia, LLC. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/terms/t/taylorsrule.asp>
- IWATA, KIKUO. *Quantitative and Qualitative Monetary Easing and its Transmission Mechanism: Logic behind the First Arrow*. Speech at Meeting Held by the Kyoto Chamber of Commerce and Industry (KCCI) [online]. Bank of Japan, 2013 [cit. 2016-04-15]. Dostupné z: https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2013/ko130828a.htm/#p02
- JAHAN, SARWAT AND ADMED S. MAHMUD. *What is the Output Gap? Back to Basics*, Vol.50, No.3 [online]. International Monetary Fund, Finance & Development, 2013 [cit. 2016-04-11]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/09/basics.htm>
- JETRO. *Laws & Regulations on Setting Up Business in Japan* [online]. Japan External Trade Organization, ©1995-2016 [cit. 2016-04-17]. Dostupné z: https://www.jetro.go.jp/en/invest/setting_up/laws/section3/page6.html
- JÍLEK, JOSEF. *Finance v globální ekonomice*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9
- JMA. Japan Macro Advisors, Unbiased Opinion of Japan's Economy [online]. ©2012-2015 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://japanmacroadvisors.com/>
- JOYCE, MICHAEL, MILES, DAVID, SCOTT, ANDREW AND DIMITRI VAYANOS. *Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – an Introduction*. The Economic Journal, 122 [online]. Royal Economic Society, 2012 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0297.2012.02551.x/epdf>
- KURODA, HARUHIKO. *Quantitative and Qualitative Monetary Easing*. Speech at a Meeting Held by the Yomiuri International Economic Society in Tokyo [online]. Bank of Japan, 2013 [cit. 2016-04-15]. Dostupné z:

- https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2013/ko130412a.htm/
- KURODA, HARUHIKO. *Quantitative and qualitative Monetary easing: Theory and Practice*. Speech at the Foreign Correspondents' Club of Japan [online]. Bank of Japan, 2015 [cit. 2016-04-15]. Dostupné z: https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2015/data/ko150320a1.pdf
- KOO, RICHARD C. *Lessons from Japan's Lost Decade – Why America's experience may be worse*. The Magazine of International Economic Policy, 22.4 [online]. International Economy, 2008 [cit. 2016-04-05]. Dostupné z: http://www.international-economy.com/TIE_F08_Koo.pdf
- KOO, RICHARD C. *The world in balance sheet recession: causes, cure and politics* [online]. Real world economics review, issue no. 58. Tokyo: Nomura Research Institute 2011 [cit. 2016-03-29]. Dostupné z: http://static.nzz.ch/files/5/2/3/Koo_balance+sheet+recession_1.18429523.pdf
- LOK, CHEN YUE. *On target: an analysis of Abenomics* [online]. London: University College London, Department of Economics, 2015 [cit. 2016-04-20]. Dostupné na http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2656453
- MCBRIDE, JAMES AND BEINA XU. *Abenomics and the Japanese Economy* [online]. CRF Backgrounders, Council on Foreign Relations, 2016 [cit. 2016-04-17]. Dostupné z: <http://www.cfr.org/japan/abenomics-japanese-economy/p30383>
- MRVA, ADRIÁN. *Investičné bubliny a ich vplyv na vývoj ekonomík*. Finančné trhy : odborný mesačník pre teóriu a prax finančných trhov. Bratislava: Derivát, 2012. ISSN 1336-5711.
- NIKKEI INDEXES. Nikkei 225 Official Site [online]. Nikkei Inc., 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://indexes.nikkei.co.jp/en/nkave/index>
- NISHIZAKI, KENJI, SEKINE, TOSHITAKA AND YOICHI UENO. *Chronic Deflation in Japan*. Bank of Japan Working Paper Series, No. 12-E-6 [online]. Tokyo: Bank of Japan, 2012 [cit. 2016-04-17]. Dostupné z: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/aepr.12041/abstract?userIsAuthenticated=false&deniedAccessCustomisedMessage=>
- NOGUCHI, YUKIO. *Land Prices and House Prices in Japan, Housing Markets in U.S. and Japan* [online]. National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 1994 [cit. 2016-03-27]. ISBN 0-226-59015-1. Dostupné z: <http://www.nber.org/chapters/c8819>
- OECD.STAT. Organisation for Economic Co-operation and Development [online]. 2016 [cit. 2016-04-17]. Dostupné z: <https://stats.oecd.org/>
- PATRICK, HUGH. *Abenomics: Japan's New Economic Policy Package*. Occasional Paper Series, No.62 [online]. Columbia University in the City of New York, Center in Japanese Economy and Business, 2013 [cit. 2016-04-17]. Dostupné z: <http://www8.gsb.columbia.edu/cjeb//research>

- RAGUSA, FRANK AND NATHANIEL BARZIDEH. *Abenomics and Japanese Monetary Policy: A Path to Economic and Ethical Recovery*. Wharton Research Scholars Journal, Paper 112 [online]. University of Pennsylvania, 2014 [cit. 2016-04-17]. Dostupné z: http://repository.upenn.edu/wharton_research_scholars/112/?utm_source=repository.upenn.edu%2Fwharton_research_scholars%2F112&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages
- REVENDA, ZBYNĚK. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6
- SAMUELSON, PAUL A. A WILLIAM D. NORDHAUS. *Ekonomie*: 19. vydání. Vyd. 1. Praha: NS Svoboda, 2013. ISBN 978-80-205-0629-0
- SOUKUP, JINDŘICH. *Makroekonomie*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2010. ISBN 978-80-7261-219-2.
- SHIRAI, SAYURI. *Japan's Economic Activity, Prices, and Monetary Policy: Monetary Policy in the Past and Present*. Speech at Meeting with Business Leaders in Asahikawa [online]. Bank of Japan, 2013 [cit. 2016-04-15]. Dostupné z: https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2013/ko130613a.htm/
- SHIRAI, SAYURI. *Japan's Economic and Price Developments and Monetary Policy: Underlying Inflation Trend and Inflation Expectations*. Speech at a Meeting with Business Leaders in Shimane [online]. Bank of Japan, 2015 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2015/ko151125a.htm/
- SHIRATSUKA, SHIGENORI. *The asset price bubble in Japan in the 1980s: lessons for financial and macroeconomic stability*. IMES Discussion Paper Series, No. 2003-E-15 [online]. Tokyo: Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2003 [cit. 2016-03-28]. Dostupné z: <http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/edps/2003/03-E-15.pdf>
- STATISTICS BUREAU. *Japan Statistical Yearbook 2016* [online]. Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications, 2016 [cit. 2016-05-16]. Dostupné z: <http://www.stat.go.jp/english/data/nenkan/>
- STUHLÍKOVÁ, ZUZANA. *Japonská ekonomika ve 21. století: trendy a problémy*, Vyd.1, Praha: Oeconomica, 2014. ISBN 978-80-245-2020-8
- SVETOVÁ BANKA. The World Bank [online]. The World Bank Group, ©2016 [cit. 2016-04-17]. Dostupné z: <http://data.worldbank.org/indicator>
- ŠIRŮČEK, MARTIN. *Vliv peněžní nabídky na akciové bubliny v Japonsku*. Trendy ekonomiky a managementu, Ročník VII, číslo 16 [online]. Brno: Vysoké učení technické, Fakulta podnikatelská, 2013 [cit. 2016-05-02]. ISSN: 2336-6508. Dostupné z: <https://trends.fbm.vutbr.cz/index.php/trends/article/viewFile/215/212>

- VALUE INVESTING BASICS. *Monetary Base vs. Money Supply* [online]. Value Investing Basics, Stock investing for beginners, 2015 [cit. 2016-05-09]. Dostupné z: <http://valueinvestingbasics.com/monetary-base-vs-money-supply/>
- YOSHINO, NAOYUKI AND FARHAD TAGHIZADEH-HESARY. *Three Arrows of „Abenomics“ and the Structural Reform of Japan: Inflation Targeting Policy of the Central Bank, Fiscal Consolidation, and Growth Strategy*. ADBI Working Paper Series, No. 492 [online]. Tokyo: Asian Development Bank Institute, 2014 [cit. 2016-04-10]. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2475730

9 Zoznam obrázkov

Obr. 1	Transmisný mechanizmus kvantitatívneho uvoľňovania	17
Obr. 2	Vývoj indexu ceny pôdy v šiestich hlavných mestách Japonska v rokoch 1985 až 2005	23
Obr. 3	Vývoj Nikkei 225 Average v rokoch 1985 až 2012, v jenoch.	23
Obr. 4	Vývoj inflácie meranej pomocou CPI v rokoch 1991 až 2012, v %	26
Obr. 5	Vývoj hodnoty produkčnej medzery v rokoch 1991 až 2012, v %	27
Obr. 6	Vývoj hodnôt UOCR, Základnej diskontnej sadzby a úrokovej sadzby v rokoch 1990 až 2012, v %	28
Obr. 7	Uzavretie produkčnej medzery a rast potencionálneho HDP vplyvom „Abenomiky“	29
Obr. 8	Očakávaný vývoj CPI do konca roka 2015	33
Obr. 9	Vývoj rastu nesplatennej čiastky JGBs držaných BoJ v rokoch 2012 až 2015, v triliónoch jenoch	37
Obr. 10	Vývoj MB a M2 v rokoch 2012 až 2015, v triliónoch jenoch	38
Obr. 11	Kumulatívny rast MB a M2 v rokoch 2012 až 2015, v %	39
Obr. 12	Vývoj CPI meranej v rokoch 2012 až 2015, v %	40
Obr. 13	Vývoj UOCR, dlhodobej a krátkodobej úrokovej miery v rokoch 2012 až 2015, v %	41
Obr. 14	Vývoj podielu vybraných aktív na všetkých aktívach držaných domácnosťami v rokoch 2012 až 2015, v %	42
Obr. 15	Vývoj menového kurzu JPY/USD, JPY/EUR a USD/EUR v rokoch 2012 až 2015	44
Obr. 16	Vývoj medziročného rastu nominálneho a reálneho HDP v rokoch 2005-2015, v %	45
Obr. 17	Vývoj hodnoty deflátoru HDP a čiastkových deflátorov C, EX a IM v rokoch 2005 až 2015	47
Obr. 18	Hodnoty C, G, I a NX ako pomer k celkovému reálnemu HDP v rokoch 2012 až 2015	49

10 Zoznam tabuliek

Tab. 1	Hodnoty reálneho HDP a jeho zložiek v rokoch 2012 až 2015, v biliónoch jench	48
Tab. 2	Reálne hodnoty tvorby hrubého fixného kapitálu súkromným a verejným sektorom v rokoch 2012 až 2015, v biliónoch jench	51
Tab. 3	Reálne a nominálne hodnoty NX, EX a IM v rokoch 2012 až 2015, v biliónoch jench	52

11 Zoznam použitých skratiek

BoJ – Centrálna banka Japonska

C – Spotreba

CPI – Index spotrebiteľských cien

ETFs – Fondy obchodovateľné na burze

EX – Export

G – Vládne výdaje

HDP – Hrubý domáci produkt

I – Investície

IM – Import

JGBs – Japonské vládne dlhopisy

J-REITs – Japonské investičné fondy nehnuteľností

M2 – Peňažný agregát predstavujúci ponuku peňazí

MB – Monetárna báza

NX – Čistý export

QE – Kvantitatívne uvoľňovanie

UOCR – Jednodňová úroková miera nevyžadujúca zástavu

Prílohy

A Historický vývoj zložiek HDP

	<i>Súkromná spotreba</i>	<i>Vládne výdaje</i>	<i>Čistý Export</i>	<i>Investície</i>
2000	274 364,70	82 990,80	-735,9	119 249,0
2001	278 745,30	86 457,00	-4 989,00	117 127,5
2002	282 074,30	88 704,40	-1 199,40	109 206,9
2003	283 473,70	90 368,60	1 762,40	110 852,6
2004	286 741,80	91 744,20	5 490,40	113 585,1
2005	291 132,60	92 468,10	7 093,70	113 226,7
2006	294 344,10	92 493,40	11 311,60	114 302,9
2007	297 063,30	93 521,40	16 629,90	116 312,7
2008	294 312,80	93 403,40	17 610,50	112 815,8
2009	292 341,70	95 524,90	7 428,00	93 228,2
2010	300 435,60	97 335,10	17 370,60	97 360,1
2011	301 219,00	98 536,70	13 207,50	97 646,6

Zdroj: Cabinet Office.

Tabuľka v prílohe A zobrazuje reálne hodnoty zložiek HDP od roku 2000 do roku 2011, v biliónoch jench. Základom pre reálne hodnoty sú ceny z roku 2005.