DEFLACE, ODKLAD SPOTŘEBY A HOSPODÁŘSKÉ KRIZE: RÉTORIKA CENTRÁLNÍCH BANK VS. EKONOMICKÁ LITERATURA

Lukáš Kovanda, Martin Komrska*

Abstract

Deflation and Economic Crisis: Central Banks' Rhetoric vs. Economic Literature

The aim of this paper is to show that the current anti-deflationary rhetoric of central banks lacks adequate support from the economic literature. Based on pure theory, there might be both positive and negative effects of deflation on economic development. The historical record is, if anything, also ambiguous. As recent literature reveals, a substantial number of deflationary periods were accompanied by robust economic growth. The two frequently mentioned examples of dismal deflationary periods – the Great Depression in the United States and the lost decades in Japan – seem to be exceptions. Taking into account the arguments presented in this paper, we argue that central banks should revise their communication strategy. If there is a need to defend easy monetary policy, the main argument should be based, dominantly, on the divergence of forecasted inflation from the inflation target, with a much lesser emphasis on the need to avoid the allegedly destructive effect of deflation.

Keywords: deflation, monetary policy, recession, inflation expectations, inflation targeting, central bank's communication

JEL Classification: E31, E21, E42, E43

Úvod

Neuspokojivá ekonomická situace ve vyspělém světě donutila v minulých letech přední centrální banky k zavádění historicky bezprecedentních opatření v oblasti měnové politiky. Ve snaze o naplnění inflačních cílů se postupně stává běžnou praxí snižování úrokových sazeb do záporného teritoria¹, zavádění programů na odkup aktiv (kvantitativní

* Lukáš Kovanda (lukas.kovanda@seznam.cz), Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta; Martin Komrska (martin.komrska@vse.cz), Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta.

Článek vznikl za podpory grantu poskytnutého Vysokou školou ekonomickou v Praze, IG506016; F5/26/2016.

1 Záporné úrokové sazby již aplikovala Evropská centrální banka (ECB) či centrální banky Švýcarska, Dánska, Japonska či Švédska.

uvolňování)² či aplikace kurzových závazků³, kterými centrální banky drží hodnotu svých měn na devizových trzích uměle nízko. Při komunikaci těchto nestandardních operací musely centrální banky více než kdy dříve veřejně vysvětlovat a obhajovat celkové paradigma inflačního cílování, ze kterého jejich jednání vychází. V rétorice centrálních bank je podle nás patrná zcela nepřehlédnutelná averze vůči poklesu cen, kterou měnové autority většinou zdůvodňují jak negativní historickou zkušeností, tak aktuálním konsensem v rámci ekonomické teorie. Deflace je prezentována jako škodlivý jev, který má destruktivní účinky na ekonomický systém.

Naším záměrem zde není hodnotit adekvátnost konkrétních měnověpolitických rozhodnutí jednotlivých centrálních bank. Cílem tohoto článku je ukázat, že ačkoliv se centrální banky při obhajobě své averze vůči deflaci často zaštiťují silnou oporou v ekonomické vědě, jejich přístup k existující literatuře je ve skutečnosti poměrně selektivní. Rádi bychom proto vyplnili určitou mezeru v probíhající odborné diskusi a konfrontovali současné postoje centrálních bank s empirickou i teoretickou literaturou, která prozatím ve veřejné debatě nezískala adekvátní prostor. Považujeme za škodlivé pro důvěryhodnost měnové politiky, když se v komunikaci centrálních bank objevují tvrzení, pro která ekonomická teorie ve skutečnosti neposkytuje tak přesvědčivou oporu. Jak se snažíme ukázat níže, téměř bezvýhradně negativní postoj centrálních bank k deflaci není na základě současného poznání snadno ospravedlnitelný.

Článek má následující strukturu. V první části textu ilustrujeme zjevnou obavu současných centrálních bank z deflace. V druhé sekci se krátce zmiňujeme o historickém kontextu raných debat o deflaci a jejich odrazu v díle klasických ekonomů. Třetí část se věnuje argumentačním sporům ohledně deflace souvisejícím s Velkou hospodářskou krizí. Čtvrtá sekce pak nabízí pohled na literaturu moderní, a to s důrazem na výsledky dlouhodobých empirických studií. Poukazujeme na skutečnost, že historická zkušenost neumožňuje automaticky spojovat deflaci se zhoršením ekonomické výkonnosti. V poslední části shrnujeme hlavní závěry této práce a diskutujeme možné implikace pro měnovou politiku, resp. pro její komunikaci.

1. Cenová stabilita pohledem centrálních bank

Jakkoliv je úkol centrálních bank standardně definován jako péče o cenovou stabilitu (viz např. zákon č. 6/1993 o České národní bance), v realitě je z nastavení současného režimu inflačního cílování patrná asymetrie, kdy je mírná inflace považována za zdravější prostředí než mírná deflace. U významných centrálních bank praktikujících inflační cílování je cíl obvykle nastavený kolem hladiny +2 %. Jeden procentní bod (nad nulou, která by v intuitivním vnímání reprezentovala cenovou stabilitu) zachycuje statistickou chybu při měření

2 Kvantitativní uvolňování provádějí či v předchozích letech prováděly centrální banky USA, Japonska, eurozóny, Velké Británie či Švédska.

3 Z posledních let lze připomenout kurzové závazky České národní banky (ČNB) či centrální banky Švýcarska.

inlace, zatímco druhý procentní bod je prezentován jako jakýsi „ochranný polštář“, který zajišťuje, že se ekonomika nedostane snadno do pásma deflace. Samotná potřeba vytvářet takový polštář ukazuje, že deflace je vnímána jako a priori škodlivý fenomén, který je vhodné systematicky eliminovat. Např. ve sborníku textů, který Česká národní banka vydala na obhajobu svých devizových intervencí z listopadu 2013, se uvádí, že „[p]okles cen nakupovaného zboží, který je z pohledu jednotlivého spotřebitele zdánlivě pozitivní, je na úrovni národního hospodářství jevem krajně nepříznivým a nevitáním. Centrální banky všude na světě se snaží rizikům takového vývoje předcházet.“ (ČNB, 2014, str. 4). Výrok viceguvernéra ČNB V. Tomšíka má podobně striktní vyznění: „Obecně – jsem opravdu přesvědčen o tom, že deflace je špatná vždy.“ (Kovanda, 2013). Velmi kritický postoj k deflaci vyjádřil v roce 2002 také guvernér amerického Fedu, Ben Bernanke, v projevu s výmluvným názvem *Deflation: Making Sure It Doesn't Happen Here*. Nebláhé důsledky všeobecného poklesu cen popisuje také guvernér Bank of Japan, Haruhiko Kuroda (2016), v přednášce s názvem *The Battle Against Deflation*. Domníváme se, že prohlášení výše uvedeného typu jsou charakteristická až přílišným zjednodušením deflační problematiky a nereflektují nejednoznačnost výsledků, které dlouhodobý ekonomický výzkum na toto téma generuje. Na základě dosavadního poznání je zřejmé, že deflační tendence za určitých podmínek nemusí být hrozbou pro ekonomický systém.

2. Rané debaty o deflaci

Debata o účincích deflace se v rámci ekonomické profese vede výrazně delší dobu, než po kterou existují moderní centrální banky. Ačkoliv například raní klasičtí ekonomové se fenoménu deflace jako takovému věnovali spíše okrajově, pokud vůbec (Bagus, 2015), různé ekonomické úvahy na toto téma sahají daleko do historie, přičemž často byly motivovány potřebami každodenní hospodářské praxe.⁴ Humphrey (2004) navíc dokládá, že i část klasických ekonomů (např. David Hume, Henry Thornton či David Ricardo) se důsledky deflace (zejména té neočekávané) pro agregátní ekonomický vývoj zabývala a lze u nich zaznamenat první, byť samozřejmě ne zcela systematicky prezentované, argumenty, které se v obměněné podobě objevují v makroekonomických debatách dodnes. Za zmínku stojí David Hume, který ve své esejí *Of Money* (Hume, 1987) představil argumentaci proti neočekávané deflaci na bázi krátkodobé rigidity cen a mezd. Hume vychází z předpokladu, že primárním zdrojem deflačních tlaků je pokles peněžní zásoby.⁵ V této souvislosti upozorňoval, že ceny a mzdy reagují na pokles peněžní zásoby pouze se zpožděním a v mezidobí dochází k přizpůsobování reálných veličin. Předpoklad strnulých mezd však Hume následně opustil v esejí *Of Balance of Trade*, kde popisoval vyrovnávací

4 Viner (1937) popisuje hospodářsko-politické diskuse související s aplikací zlatého standardu a otázkami škodlivosti poklesu cen ve Velké Británii během války s Francií v letech 1793 – 1802. Smith (2006) se pro změnu zmiňuje o vlivu deflační debaty na prezidentskou kampaň v USA v letech 1896 a 1900

5 Podle Humphreyho (2004) chápala většina klasiků deflaci primárně jako důsledek předchozí válečné inflace, po které přišla v době míru snaha vrátit paritu dané měny vůči zlatu na předinflační období právě prostřednictvím poklesu peněžní zásoby.

mechanismus platební bilance, který činil deflační (stejně jako inflační) periody relativně krátkými a neškodnými.⁶ V dlouhém období Hume ctil koncept neutrality peněz, přestože si dovedl představit krátkodobé distorze vyvolané nominálními rigiditami. Kontrast mezi krátkodobými a dlouhodobými účinky deflace se velmi silně objevil také v pozdějších debatách o deflaci.

3. Debata navazující na Velkou hospodářskou krizi

Nezpochybnitelným centrem zájmu ekonomické obce se však deflace stala až během Velké hospodářské krize. Právě během této debaty se začaly jednoznačněji profilovat dva názorové tábory, kdy na jedné straně stáli ekonomové, kteří deflaci (zejména tu podnícenou technologickým rozvojem) považovali za neškodnou, ba příznivou, a na straně druhé ekonomové, kteří na obecný pokles cenové hladiny hleděli mnohem pesimističtěji, v krajním případě jejich pozici někteří autoři interpretují jako „deflační fobii“⁷.

Lídrem ekonomické debaty opírající se o zkušenosti Velké hospodářské krize byl, jak známo, John Maynard Keynes. Ten se ve své *Obecné teorii zaměstnanosti, úroku a peněz* (Keynes, 1963) stal čelním představitelem druhého z výše uvedených táborů. Podle Keynesa se (zcela v rozporu s tehdy převládajícím paradigmatickým) obecná rovnováha ekonomického systému může ustavit i při existenci nedobrovolné nezaměstnanosti. Zejména v úvodních třech kapitolách knihy odmítá přítomnost korekčních tržních mechanismů, které by automaticky eliminovaly přebytkovou nabídku práce a dalších produktivních zdrojů. V souvislosti s negativními důsledky deflace Keynes upozorňoval na strnulost mezd v pohybu směrem dolů, která brání čištění trhu práce⁸. V rámci keynesovské tradice ekonomického myšlení se ale rozvinula i další vysvětlení, proč se ekonomika nemusí být sama schopna po ekonomickém šoku uvést do nové rovnováhy v souladu s předpokladem neoklasické školy ekonomického myšlení. Jedním z nejznámějších vysvětlení je koncept tzv. pasti likvidity. Ocitne-li se ekonomika v této pasti, navýšení reálného množství peněz v ní, ať už zásahem centrální banky nebo – což je zvláště podstatné pro náš další výklad – prostřednictvím deflace, nebude mít žádný efekt na spotřebu či investice. Keynes předpokládal, že úrokové míry budou v této situaci pevně připoutané k nulové hranici (Tobin, 1980).⁹

6 Podle Humea vyvolá pokles domácích cen zvýšení konkurenceschopnosti místních výrobců, zvýšení zahraničního poptávky a potažmo příliv peněz (resp. zlata), který rychle začne posouvat ceny opět výše.

7 Tento termín používá např. Salerno (2003) či Bagus (2015).

8 Nutno však doplnit, že Keynes uvažoval jeden mechanismus, který umožní čištění trhu práce při strnulých mzdách dokonce i bez aplikace expanzivní fiskální politiky. Občas je toto, z Keynesova hlediska „second best“ řešení – právě po expanzivní fiskální politice – označováno za Keynesův efekt. Deflační tlaky v ekonomice zvyšují reálnou nabídku peněz. Přebytkový objem hotovosti vyhání cenu úročených cenných papírů a snižuje úrokové sazby. Při nižších sazbách stoupá objem reálných investic. Agregátní poptávka, dále podpořená multiplikačním efektem, pak v důsledku podněcuje růst výstupu a zaměstnanosti (Tobin, 1980).

9 Podle Sumnera (2002) je však dodnes navzdory moderním interpretacím ne zcela jisté, jak skutečně Keynes chápal past likvidity.

K výše uvedeným keynesovským konceptům a jejich implikacím (nejen pro otázku škodlivosti poklesu cen) se na přelomu 30. a 40. let kriticky vyjádřila řada ekonomů. Například Gottfried Haberler (1937), Tibor Scitovsky (1941) či Arthur Cecil Pigou (1943) argumentovali, že ekonomický subjekt staví svá rozhodnutí ohledně výše spotřebitelských výdajů nejen na současném příjmu (jak naznačoval Keynes), ale také na úrovni reálného čistého bohatství. Reálné čisté bohatství lze podle autorů nahlédnout jako součet reálné peněžní nabídky a reálné nabídky dluhopisů. Podstatný je přitom psychologický efekt. Ekonomické subjekty se při růstu bohatství „cítí majetnější“, což má stimulační vliv na jejich úroveň spotřeby. V situaci negativního ekonomického šoku na straně poptávky je implikace takto rozšířené spotřební funkce následující: hospodářské subjekty čelí poklesu cenové hladiny, takže reálná peněžní nabídka roste. S růstem reálné peněžní nabídky ovšem roste také reálné čisté bohatství, a tedy zprostředkovaně i úroveň spotřeby.¹⁰ Deflace je tak vlastně začátkem ozdravného procesu, na jehož konci se opět ustavuje obecná rovnováha ekonomického systému při plné zaměstnanosti. Pigou (1943) proto argumentuje, že ani existence pasti likvidity ani existence úrokově neelastické funkce poptávky po investicích nepostačují k tomu, aby se ustavila rovnováha při přetrvávající nedobrovolné nezaměstnanosti. Nástin tohoto korekčního mechanismu, jenž Pigou vyprecizoval, dnes nese jeho jméno – Pigouův efekt (někdy ovšem také efekt reálných zůstatků).¹¹

Ani Pigou však nečekal dlouho na zásadní kritiku svého konceptu. Michal Kalecki (1944) upozornil, že za složky čistého bohatství nemohou být považovány všechny druhy peněz a všechny druhy dluhopisů.¹² Například peníze ve formě bankovních depozit nebo dluhopisy soukromého sektoru nelze podle Kaleckého považovat za čisté bohatství ekonomiky, jelikož v takových případech je aktivum jednoho ekonomického subjektu pasivem subjektu jiného. Pigouův efekt se tedy po uplatnění Kaleckého modifikace týká jen omezeného počtu druhů peněz (konkrétně oběživa a rezerv u centrální banky) a omezeného počtu druhu dluhopisů (totiž těch vládních).¹³ Ať už je Pigouův efekt uznáván

10 Tato úvaha je samozřejmě nutně postavená na předpokladu, že pokles cen bude větší než případný pokles nominální peněžní zásoby, který se v recesích také často odehrává. Pokud by tomu tak nebylo, reálná peněžní nabídka by nevzrostla, mohla by naopak klesnout.

11 Pigouova kritika Keynesovy teorie ale primárně nenapadla tezi o strnulosti mezd. Keynesovu argumentaci v dané oblasti lze totiž rozdělit do dvou složek. V rámci první argumentoval ve prospěch mzdové strnulosti v případě excesivní nabídky práce, v rámci druhé se pak snažil prokázat, že i kdyby mzdy strnulé nebyly a klesly, výsledkem stejně nemusí být růst zaměstnanosti. Právě tuto druhou složku Keynesovy argumentace Pigou atakoval (Tobin, 1980).

12 Kalecki (1944) také argumentoval, že aby Pigouův efekt byl dostatečně účinný, vyžadoval by příliš drastický pokles cen a mezd, což by neudržitelně zvýšilo hodnotu reálných dluhů.

13 Debata o skladbě čistého bohatství vlastně není uzavřena dodnes. Např. Barro (1974) zpochybňuje pro změnu tezi, že komponentou čistého bohatství jsou vládní dluhopisy. V souladu s hypotézou ricardovské ekvivalence totiž předpokládá, že emise vládních dluhopisů představuje odložené dodatečné zdanění, jehož bude třeba ke splacení nově vzniklého dluhu.

s Kaleckého modifikací, bez ní či s jinou modifikací¹⁴, představoval silné zpochybnění Keynesovy argumentace.

Zatímco Pigouův efekt poukazoval na pozitivní stránku poklesu cen, za negativní aspekt byl kromě výše uvedeného považován také dopad deflačního procesu na dlužníky. Při poklesu nominálních cen a mezd náklady na obsluhu dluhu reálně rostou, přičemž tento stav dlužníkovi snadno může znemožnit přístup k dalšímu úvěru. Zintenzivňuje se výskyt platebních neschopností a bankrotů a pod neblahým tlakem, jenž prve zasáhl dlužníky, se tedy ocitají také jejich věřitelé; poskytovatelé úvěru jsou tak ohroženi jak krizí likvidity, tak solventnosti. Tento nepříznivý dopad – zprvu na dlužníky, pak na věřitele – v souhrnu svoji intenzitou vysoce předčí pozitivní dopad deflace na věřitele. Výraznou osobností v debatě o negativním dopadu deflace na dlužníky byl Irving Fisher.

Fisher je všeobecně známý zejména jako autor konceptu tzv. dluhové deflace¹⁵ (viz níže), nicméně do debaty o účincích deflace se zapojil již na konci 19. století. V pojednání z roku 1896 upozorňoval, že účinky deflace jsou rozdílné podle toho, zda je očekávaná či neočekávaná. Očekávaná deflace se podle Fishera promítá do nominálních sazeb, neovlivňuje však reálnou úrokovou míru a neměla by podle něj mít škodlivý dopad na dlužníky. Hrozbu pro dlužníky představuje pouze deflace neočekávaná. Klíčová je tedy otázka formování očekávání, přičemž Fisher automaticky předpokládá, že podnikatelé (tj. dlužníci) mají lepší odhad vývoje cenové hladiny než spotřebitelé (tj. věřitelé), což má podle něj procyklický dopad na hospodářský vývoj. V období konjunktury podnikatelé správně očekávají přicházející inflaci, zatímco domácnosti ji podceňují. Tržní nominální sazby reflektují průměrnou očekávanou sazbu, která bude kvůli vlivu domácností menší než skutečná. Díky tomu v růstové fázi cyklu dochází k redistribuci bohatství směrem k firmám, které díky tomu prosperují. V depresích naopak nominální sazby nepoklesnou dostatečně na to, aby zohlednily skutečnou přicházející deflaci (opět je tomu tak proto, že domácnosti deflaci podceňují), tudíž jsou reálné sazby neúměrně vysoké, což prohlubuje probíhající ekonomický sestup. Fisherův závěr byl v roce 1896 následující: „...vidíme, že zatímco nepřesnost odhadů transferuje bohatství od věřitelů k dlužníkům či naopak, nejednotnost odhadů vytváří excesivní investice v období růstu cen a relativní stagnaci během poklesu cen. V prvním případě je společnost odsouzena aby vynaložila příliš mnoho zdrojů do produktivních činností... druhá situace je charakteristická nedostatečnými investicemi. Na otázku, které z těchto zel je větší, se nezdá být možné odpovědět.“ (Fisher, 1896, str. 78)¹⁶

14 Na výměnu Pigouova a Kaleckého reagovali další ekonomové. Např. Pesek a Saving (1967) nebo Johnson (1969) považovali Kaleckého vymezení čistého bohatství za příliš úzké a navrhovali jeho rozšíření, tedy přiblížení k původnímu Pigouovu vymezení.

15 Jakkoliv je Fisherův koncept dluhové deflace relativně známý, Smith (2006) upozorňuje, že existuje velmi nízký počet empirických studií, které by se tento koncept snažily adekvátně testovat.

16 Vlastní překlad.

Ve 30. letech 20. století se již Fisher (1933) k deflaci vyjadřoval skeptičtěji, když tvrdil, že deflace je v kombinaci s excesivní zadlužeností hlavním faktorem ekonomického poklesu, který doprovází hospodářské krize. Typická chronologie krize je podle Fishera (str. 341) následující: Předpokládejme, že se ekonomika dostala do stavu excesivního zadlužení a že si této situace začnou být vědomi dlužníci či věřitelé. Ať jedna či druhá strana se bude pokoušet dlužní kontrakty zavírat. To vyvolá tendenci k prodeji aktiv a splátky bankovních úvěrů se promítnou poklesem peněžní zásoby, což vyústí ve všeobecný pokles cen. Ten dále snižuje čistou hodnotu firem, klesá ziskovost firem, jejich výstup i chuť zaměstnávat. Následně se začnou objevovat bankroty a nezaměstnanost, což dále snižuje důvěru v ekonomiku a zvyšuje poptávku po peněžních zůstatcích. Na tomto místě je však vhodné zdůraznit to, co zdůrazňoval již sám Fisher. Je to kombinace předluženosti a deflace, která způsobuje velké ekonomické krize. Pokud se jakýkoliv z těchto fenoménů vyskytne izolovaně, jeho dopad na ekonomiku bude relativně mírný. Zároveň je zajímavé, že Fisherův příběh o krizi nezačíná u deflace, ale u předluženosti ekonomiky. V dnešních debatách o nastavení měnové politiky je často chronologie událostí prezentována v opačném pořadí, kdy situace začíná deflací a ta je následně prezentována jako spouštěč krizi, nesplácení a poklesu zaměstnanosti.

Tobin (1980) nepovažuje zdánlivě protichůdné pohledy na deflaci skrze Fisherův a Pigouův efekt jako vzájemně nekonzistentní. Fisherův pohled na deflaci platí podle něj pro krátké období, Pigouův pak pro dlouhé období. Ocítáme se tak před častou otázkou v ekonomii: kdy končí krátké období, a kdy začíná to dlouhé?

Specifickým účastníkem debaty o deflaci byla v první polovině 20. století také rakouská ekonomická škola. Její přední představitel a pozdější držitel Nobelovy ceny za ekonomii F. A. Hayek (1933, 1935) upozorňoval, že je chybou spojovat stabilní cenovou hladinu se stabilitou hospodářského vývoje. Hayek zdůrazňoval, že deflace je přirozeným důsledkem hospodářského růstu a co více – že je v rostoucí ekonomice podmínkou hladkého vývoje ekonomiky. Zároveň odmítal Wicksellův (1898) pohled na tzv. přirozenou úrokovou míru, kterou tento švédský autor spojoval právě se stabilitou kupní síly peněz, na což dnes navazují noví keynesovci (viz např. Amato, 2005). Podle Hayeka je snaha o udržení stabilní cenové hladiny při hospodářském růstu podmíněna růstem peněžní zásoby. Peněžní expanze má však silné distorzní efekty na relativní ceny v dané ekonomice, které následně vygenerují v ekonomice dlouhodobě neudržitelnou strukturu investic. Snahu bránit nabídkově orientované deflaci (tj. deflaci spojené s hospodářským růstem) tudíž Hayek vnímal jako opak snahy o dosahování neutrálního měnového prostředí. Jakkoliv však Hayek viděl deflaci za normálních okolností jako přirozený projev zdravé rostoucí ekonomiky, zejména v pozdější fázi své kariéry hovořil o problému tzv. sekundární deflace. V této souvislosti uvádí, že kvůli inherentní nestabilitě úvěru se v pozdní fázi hospodářského poklesu mohou v souvislosti s deflačními očekáváními dále prohlubovat kontrakční tendence, přičemž tyto mají nebezpečný sebesilující účinek (Hayek, 1975).¹⁷ Jakkoliv tedy Hayek

17 V tomto ohledu Hayek, jak sám přiznával, poněkud změnil názor na užitečnost deflace. Ještě ve třicátých letech věřil, že by sekundární deflace mohla prolomit rigiditu mezd.

neustupuje ze své základní pozice, že recese sama o sobě není primárně důsledkem deflace, připouští možnost, že při dlouhotrvajícím ekonomickém poklesu může deflace prohlubovat ekonomické problémy, a v takovém případě je namístě adekvátní reakce ze strany měnové politiky (tj. měnová expanze, kterou, jak bylo výše uvedeno, Hayek za normální okolností jako vhodnou reakci na deflační tendence nespátňuje).¹⁸

Mnohoznačnost odpovědí na otázku o efektech všeobecného poklesu cen naznačuje, že z velké části bude konkrétní dopad deflace v dané zemi vždy spíše empirickou než teoretickou otázkou. Jasně hodnocení tohoto komplexního fenoménu z debaty o Velké hospodářské krizi nevzešlo a jak si ukážeme dále, ani literatura moderní (ať už teoretická či empirická) není o mnoho jednoznačnější.

4. Deflace v moderní ekonomické literatuře

Po představení hlavních argumentů pestré ekonomické diskuse o deflaci, která probíhala v 30. letech 20. století, se nyní zaměříme na závěry moderní ekonomické literatury. Nejprve představíme pokračující teoretickou debatu o transmisních kanálech deflačního procesu a následně přesuneme pozornost k výsledkům moderních empirických analýz týkajících se vztahu mezi vývojem cenové hladiny a hospodářským růstem. Delší časové řady klíčových makroekonomických proměnných při raných debatách o deflaci z pocho-pitelných důvodů neexistovaly, tudíž je moderní empirie postavená na těchto datasetech cenným podnětem pro další posun dlouhodobé teoretické debaty.

4.1 Problematika odložené spotřeby

Jedním z hlavních důvodů, proč se centrální banky snaží předcházet deflaci, je problém tzv. odložené spotřeby. Jak uvádí současný guvernér Bank of Japan H. Kuroda (2016, str. 3), „největší problém během deflace vzniká z toho, že cena peněz v čase roste, což firmy a domácnosti odrazuje od výdajů.“¹⁹ Jinými slovy pokud lidé očekávají, že budou dané statky v budoucnu levnější, vzniká tendence nákup odložit na pozdější dobu. Naopak vyšší míra inflace zvyšuje současnou spotřebu, což pomáhá stimulovat ekonomickou aktivitu. Přijmeme pro jednoduchost předpoklad, že vyšší HDP dnes je vždy lepší než vyšší HDP v budoucím období (měnová politika neumí bohatství vytvářet, ale pouze přesouvat v čase). Existuje v ekonomické literatuře přesvědčivá evidence o tom, že prostřednictvím vyšších inflačních očekávání lze signifikantně povzbudit současné spotřební výdaje (resp. že nižší inflace tyto výdaje znatelným způsobem potlačuje)?

V české debatě o fungování měnové politiky (např. Holub, Král, 2015) byl často zmiňován článek japonských autorů Ichiueho a Nishiguchiho (2015), kteří na japonských datech z let 2006 až 2013 výše uvedený vztah demonstrují. Podle jejich výzkumu lze ukázat, že zvýšená inflační očekávání přesunují spotřebu z budoucnosti do přítomnosti.

18 Pro diskusi ohledně Hayekova pohledu na význam sekundární deflace viz Haberler (1986) či Steele (2005).

19 Vlastní překlad.

Sami autoři japonského výzkumu však upozorňují, že takové výsledky lze nejspíše získat jen v ekonomice fungující dlouhodobě v režimu nulových úrokových sazeb, což je právě specifikum Japonska (nejedná se tedy o obecně platný fenomén). Z tohoto důvodu stojí za pozornost studie, ze které japonští autoři vycházeli, a která byla provedena na významně rozsáhlejší časové řadě v USA. Bachmann a kol. (2015) zkoumali vztah mezi inflačními očekáváními amerických domácností a ochotou těchto domácností utrácet na datech za posledních bezmála 30 let. Inflační očekávání se ukázala být ve většině zkoumaného období statisticky nevýznamnou proměnnou pro vysvětlení spotřebních výdajů domácností. Výjimkou byla perioda 2008 až 2012, která se dá ve Spojených státech charakterizovat jako období nulových úrokových sazeb²⁰. Výsledky v tomto zúženém časovém období sice již jsou statisticky významné, nicméně podávají zcela opačné výsledky než výše uvedená japonská studie. Očekávaná inflace vyšla v tomto období jako veličina záporně korelovaná s ochotou lidí utrácet za spotřebu. S vyšší očekávanou inflací tedy lidé projevují nižší ochotu utrácet a naopak. Autoři nabízí několik možných vysvětlení tohoto inverzního vztahu. Prvním z nich je, že na inflaci lze nahlížet jako na zdanění hotovosti a hotovost je všeobecně přijímaným prostředkem směny. Pokud centrální banka penalizuje jednotlivé ekonomické subjekty za držbu prostředků směny, může tím být ochromena celková ekonomická aktivita. Autoři zároveň uvádí, že domácnosti mohou období vyšší inflace spojovat s vyšší nejistotou, což je z omezitelných důvodů odrazuje od utrácení.

Podobně vyznívající výsledky nabízí také studie bostonského Fedu od Burkeové a Ozdagliho (2013). Autoři se zaměřili na vztah mezi očekávanou inflací a současnými spotřebními výdaji domácností prostřednictvím panelových dat za období 2009 až 2012. Používají odlišný datový soubor než zmínění Bachmann a kol., nicméně výsledky vyznívají prakticky identicky. V rozporu s předpoklady, na nichž mnohé centrální banky staví, autoři uzavírají, že lze najít jen minimální podporu pro hypotézu o pozitivním vztahu mezi inflačními očekáváními a spotřebou. Výdaje na statky dlouhodobé spotřeby, u kterých lze očekávat největší citlivost na reálnou úrokovou míru (tedy i na inflační očekávání, pokud je nominální úroková míra fixovaná na nulové úrovni), vykazovaly negativní reakci na vyšší očekávanou inflaci. Jedním z možných vysvětlení je negativní důchodový efekt, který diskutujeme níže, a který částečně připomíná hypotézu A. Pigoua.

Problematickou dopadu deflace na rozhodování člověka o spotřebě lze analyzovat skrze vývoj reálné úrokové míry. Předpokládejme pro zjednodušení, že nominální sazby kontroluje skrze krátký konec výnosové křivky centrální banka. Prostřednictvím změn očekávané inflace lze skrze standardní podobu Fisherovy rovnice ovlivňovat reálnou úrokovou sazbu v ekonomice, což by mělo mít dopad na úrokově senzitivní části agregátní poptávky (investice, spotřeba statků dlouhodobé spotřeby). Pokud se inflační očekávání zvednou, reálná úroková míra poklesne a naopak. Nižší úroková míra pak prostřednictvím substitučního efektu při intertemporálním rozhodování zvyšuje tendenci k přesunu spotřeby do současného období. To jsou předpoklady, ze kterých lze

20 Cílové pásmo pro základní sazbu mezibankovního trhu v USA bylo americkou centrální bankou stanoveno na 0,00–0,25 %.

odvodit hypotézu o odkladu spotřeby při klesajících inflačních očekáváním. Nicméně jedná se pouze o část pestrého příběhu, který ekonomie nabízí. Kromě substitučního efektu působí na ekonomické subjekty také efekt důchodový, který může působit opačným směrem v případě, že je ekonomický subjekt (např. domácnost) čistým věřitelem. Zda převládá substituční efekt nad důchodovým nelze dopředu rozhodnout, což opět činí z dopadů deflace na spotřebu (potažmo celou ekonomiku) otevřenou otázkou. Sami autoři výše uvedené studie z Japonska, Ichiue a Nishiguchi (2015), se pozastavují nad tím, že ve standardních modelech (tzv. DSGE modelech) centrálních bank se automaticky předpokládá převážení substitučního efektu nad důchodovým. Podle Ichiuea a Nishiguchiho jsou DSGE modely často nastaveny tak, aby replikovaly závěry některých starších empirických studií, nicméně z obecné ekonomické teorie tak jasný závěr o dopadu nižší úrokové míry na spotřebu vyvodit nelze.²¹

V souladu s logikou důchodového efektu argumentují Borio a kol. (2015), že pokles cenové hladiny přináší nárůst reálných mezd, který je pro spotřební výdaje domácností pozitivním impulzem.²² Autoři výše uvedené studie Burkeová a Ozdagli také kladou důraz na význam očekávaného reálného důchodu a následně argumentují, že pokud lidé očekávají vyšší tempo růstu cen spotřebních statků, než je očekávané tempo růstu jejich nominálního důchodu, pak se z jejich pohledu jedná o čisté zhoršení očekávaných budoucích ekonomických podmínek, na které mohou reagovat poklesem spotřeby, a to napříč obdobími. Toto schéma je možná vhodné mít na paměti zejména v obdobích ekonomických obtíží, kdy lidé neočekávají budoucí nárůst mezd a jakákoliv snaha centrální banky vyvolat vyšší inflační očekávání by proto mohla působit zcela kontraproduktivně. V tomto smyslu by očekávaná deflace mohla prostřednictvím důchodového efektu (resp. efektu bohatství) v rozporu s rétorikou centrálních bank zvyšovat spotřební výdaje, pokud by zaměstnanci v dané ekonomice věřili v rigiditu mezd směrem dolů, díky které pokles nominálních mezd nedokáže držet krok s poklesem všeobecné cenové hladiny.²³

-
- 21 Pro odpověď na otázku, jak bude agregátní spotřeba v ekonomice reagovat na změny v reálné úrokové míře, je klíčovou proměnnou tzv. intertemporální elasticita substituce, která odráží ochotu domácností přesouvat spotřebu napříč obdobími. Vzhledem ke klíčovému významu této proměnné jí byla věnována značná pozornost v empirickém výzkumu, nicméně výsledky jsou velmi nesourodé. Jak uvádí Guvenen (2006), většina studií zaměřených na chování spotřební funkce došla k závěru, že intertemporální elasticita substituce je velmi nízká (blízko nuly), zatímco pro praktické modelování hospodářský cyklů je intertemporální elasticita substituce většinou kalibrována na vysoké úrovni, aby výsledky modelů lépe seděly na pozorovaná data. Zatímco elasticita substituce blízko nule ukazuje, že spotřebitel není ochoten přesouvat spotřebu z jednoho období na druhé kvůli změně úrokové míry (což by umožňovalo převahu důchodového efektu), vysoká elasticita substituce naopak ukazuje výraznou schopnost spotřebu mezi obdobími přesouvat, čili silný substituční efekt. Obrovskou diverzitu výsledků v odhadech intertemporální elasticity substituce ukazují Havranek a kol. (2015).
- 22 K tomu také dodávají, že pokles domácích cen zvyšuje konkurenceschopnost exportních firem, což považují za další stimulační prvek deflačního procesu.
- 23 Odpůrci deflace by na druhou stranu mohli argumentovat, že vyšší reálné mzdy sice podporují spotřebu, ale je otázka, zda dostane většina zaměstnanců možnost těžit z vyšších reálných mezd, či zda bude spíše kvůli těmto vysokým reálným nákladům z firem propuštěna.

Argumenty uvedené v této sekci nerozporují, že pokles cenové hladiny může za určitých okolností vyvolat tendenci k poklesu spotřebních výdajů. Uvést lze prozatím pouze to, že závěr o negativním dopadu deflace na ekonomickou aktivitu není s ohledem na problematiku odložené spotřeby zdaleka tak jednoznačně ospravedlnitelný, jak rétorika centrálních bank naznačuje. Reakce ekonomických subjektů na pohyby cenové hladiny je naopak vzhledem k velkému množství relevantních faktorů poměrně obtížně předvídatelná.

4.2 Deflace a hospodářské krize v dlouhodobé perspektivě – empirická evidence

Jakkoliv je z pohledu odkladu spotřeby vyznění výše uvedené literatury teoreticky i empiricky nejednoznačné, je nutné zároveň uvést, že centrální banky se deflace obávají také z dalších důvodů, které byly z velké části prezentovány v sekci 3. Mezi potenciálně škodlivé důsledky deflace se standardně řadí výše zmíněný nárůst reálných mezd²⁴ či zvýšení reálné hodnoty dluhů. Tvůrci měnové politiky se zároveň mohou obávat, že deflační očekávání přivedou ekonomiku do situace výše popsané keynesovské pasti likvidity.²⁵ Působení deflace na ekonomiku tedy probíhá prostřednictvím řady kanálů, přičemž centrální banky zpravidla předpokládají, že agregátní dopad deflace na ekonomiku bude negativní (viz sekce 1). Nyní se proto posuneme od diskuse o jednotlivých transmisních mechanismech deflace přímo k empirické evidenci ohledně celkového dopadu deflace na vývoj ekonomiky.

Atkeson a Kehoe (2004) nabízejí pohled na dlouhodobý vztah mezi inflací (resp. deflací) a ekonomickou výkonností, a to napříč světovými regiony.

Autoři zkoumají časové řady 17 zemí za posledních 100 let²⁶ a jediným obdobím, kdy lze signifikantně spojit deflaci s hospodářským poklesem, byla Velká hospodářská krize.²⁷ Nicméně ani během Velké hospodářské krize nejsou výsledky jednoznačné – ve všech zemích z příslušného datového souboru byla v tomto období (1929–1934) patrná deflace, nicméně pouze v polovině z nich došlo k poklesu produkce. Spojené státy, které jsou s propadem ekonomické aktivity v období Velké hospodářské krize často spojovány, jsou navíc z pohledu daného datového souboru poněkud odlehklým pozorováním – propad jejich ekonomické výkonnosti je zdaleka největší, přestože srovnatelné (či vyšší) míry deflace dosáhlo velké množství dalších zemí. Je tedy zjevné, že v poklesu tamní ekonomické aktivity musely hrát roli další faktory. Pokud se podíváme na celkový datový

24 Ten je sice pozitivní z pohledu zaměstnance, ale může se stát neudržitelným z pohledu firmy. Jeden ze standardních argumentů proti deflaci je takový, že v situaci, kdy firmy nemohou prosadit pokles nominálních mezd, musí při klesajících cenách výstupu přistoupit k propouštění, poklesu výroby atd.

25 Pro moderní pojednání o konceptu pasti likvidity viz Krugman (1998), Eggertsson a Woodford (2003), Svensson (2003) či Fujiki *et al.* (2001).

26 Datový soubor autorů je rozdělen na pětiletá období, za která mají k dispozici průměrnou míru inflace a průměrné tempo růstu výstupu.

27 Jak bylo ukázáno v sekci 3, období Velké hospodářské krize bylo zároveň jedním z hlavních zdrojů plodné akademické debaty o deflaci.

soubor Atkesona a Kehoa očištěný o Velkou hospodářskou krizi, pak jsou výsledky zcela jednoznačné. Z celkem 65 deflačních epizod je jich pouze osm, tedy necelých 12 % (!), při kterých zároveň poklesla produkce. Naprostá většina období, kdy klesala obecná cenová hladina, se vyznačovala růstem ekonomiky.²⁸ Výsledek této průřezové studie je samozřejmě v ostrém kontrastu s hypotézou, kterou často slyšíme z úst tvůrců měnové politiky, tj. že deflační období byla z historického pohledu ekonomicky neúspěšná.

Podobné závěry lze nalézt také u Boria a kol. (2015). Autoři zkoumají ještě širší dataset (38 zemí) za více než 140leté období (1870–2013) a docházejí k závěru, že vztah mezi růstem HDP a změnami cenové hladiny je velmi slabý a vychází primárně z té části datového souboru, která se týká Velké hospodářské krize. Stejně jako v případě analýzy od Atkesona a Kehoa se tedy zdá, že Velká hospodářská krize byla z hlediska koincidence poklesu cenové hladiny a propadu produkce spíše výjimkou. Borio a kol. zdůrazňují, že z historického hlediska má významný dopad na produkci pokles cen aktiv (nemovitostí, akcií atp.). Ceny aktiv však centrální banky při cílování inflace převážně ignorují a zaměřují se primárně na ceny spotřebních statků. Deflace chápána jako pokles spotřebitelských cen, které se dnes centrální banky po celém světě snaží bránit, ani podle této studie není fenoménem, který by bylo možné jednoznačně spojit s ekonomickým poklesem. Naopak, pokud se podíváme na celý soubor dat, tak ekonomiky v průměru rostly jak v inflačních, tak v deflačních epizodách. Není zcela bez zajímavosti, že v poválečné části datového souboru (období let 1947–2013) byl dokonce průměrný růst HDP vyšší v obdobích deflace než inflace.²⁹

Že dlouhodobá historická data vyznívají pro deflační periody výrazně optimističtěji, než je často prezentováno, upozorňují ve své empirické studii také Bordo a Filardo (2005). Autoři nejen diskutují stylizovaná fakta o některých úspěšných světových deflačních periodách (např. poslední třetina 19. století), ale zároveň prezentují vlastní ekonometrickou analýzu a opět v souladu s výše uvedenými texty shledávají, že konvenční představa o nebezpečných důsledcích deflace pochází ve skutečnosti z pouze velmi limitované evidence týkající se Velké hospodářské krize ve Spojených státech, zatímco značné množství ostatních deflačních období přinášelo ekonomický růst.³⁰ Převážná většina deflačních období byla podle jejich výzkumu doprovázena robustním ekonomickým růstem. Autoři se separátně zabývali také délkou trvání deflačních period, neboť v hlavním proudu ekonomie se již od Fishera objevuje známý předpoklad o sebezposilující deflační spirále. Jejich analýza však neprokázala, že by trvanlivost deflačních period byla historicky

28 Průměrné tempo růstu výstupu bylo v deflačních obdobích nižší než v těch inflačních, nicméně při posuzování „výhodnosti“ inflace by bylo ještě nutné zohlednit, zda nebyla růstová inflační období následována také výraznějším poklesem produkce a strukturálními nerovnováhami.

29 Guerrero a Parker (2006) nabízí ohledně relativní výkonnosti ekonomiky během deflace opačné výsledky – hospodářský růst byl podle nich během poválečného období ve světě vyšší v inflačních obdobích.

30 Autoři zároveň upozorňují, že při podrobném zkoumání tohoto historického období se jeví jako poměrně zřejmé, že návrat ekonomických podmínek, které způsobily deflaci během Velké hospodářské krize, je jen velmi obtížně představitelný.

větší než trvanlivost period inflačních. Bordo a Filardo (2005, str. 26) svou studii shrnují výmluvně: „Historie je plná dobrých deflací.“³¹

Jak je z výše uvedených dlouhodobých studií zřejmé, jedním z mála období, které je z empirického hlediska vnímáno jako doklad negativních důsledků deflace, je Velká hospodářská krize z 30. let minulého století. Je proto vhodné se pozastavit také nad výsledky studií, které se zabývaly specificky tímto obdobím.

Bernanke a James (1991) si v rámci studie o zlatém standardu a Velké hospodářské krizi položili otázku, proč by měla být deflace spojena s hospodářským poklesem. Proč by měla vznikat tak výrazná ne-neutralita peněz? První dva konvenční kanály, které akcentují současné centrální banky (rigidita mezd, reálná úroková míra), autoři na základě vlastní empirické analýzy bagatelizují a důraz kladou na nárůst reálné hodnoty dluhu, tj. na výše popsanou fisherovskou dluhovou deflací. Ta může podle Bernankeho a Jamese vyvolávat bankovní krize, které jsou následně příčinou hospodářských propadů. Nicméně autoři zároveň uvádějí, že to nikdy nebyla deflace sama o sobě, která by byla pro vznik krizí dostatečnou podmínkou. Velká část zemí si v období Velké hospodářské krize prošla silnými deflačními tlaky a přitom neabsolvovala bankovní krize ani hospodářský propad. Podle Bernankeho a Jamese bylo k deflaci potřeba přičíst ještě několik dalších specifických faktorů, aby vznikla bankovní krize a následná krize hospodářská. Mezi těmito faktory nalezneme např. příliš fragmentovaný bankovní systém, napojení bank na úvěrované společnosti přímou majetkovou účastní (tehdejší německý model bankovníctví) či přílišnou závislost na krátkodobém zahraničním financování.³² V jiném článku Bernanke (1983) zase zdůrazňuje, že deflace byla během Velké hospodářské krize takto škodlivá mj. proto, že před vypuknutím krize se v ekonomice naakumulovala enormní zadluženost. V této souvislosti Bernanke uvádí srovnání s podobně silnou deflací mezi lety 1921–1922, která však neměla zdaleka tak dramatický dopad jako deflační perioda o dekádu později. Zdůrazňováním skutečnosti, že za škodlivostí deflace stojí z v první řadě excesivní zadluženost dané ekonomiky, Bernanke de facto zopakoval postoj Irvinga Fishera, který jsme představili v sekci 3.

Fisherův výklad je vhodné připomenout také kvůli tomu, že kladl důraz na rozdíl mezi deflací očekávanou a neočekávanou.³³ Podle Bernankeho a Jamese (1991, str. 49), byly deflace, které probíhaly během Velké hospodářské krize, spíše neočekávané, což autoři odvozují z komparace vývoje nominálních výnosů státních dluhopisů zkoumaných zemí. Že byla deflace během tohoto období z velké části neočekávaná, dokládá srovnáním

31 Ryska a Sklenář (2017) na základě empirické analýzy argumentují, že deflační tendence v jednotlivých sektorech českého hospodářství měly v období let 1993–2015 převážně nabídkový charakter, čili se jednalo také o deflaci “zdravou”.

32 Na tomto místě je znovu možné připomenout studii Atkesona a Kehoa (2004), která uvádí, že v období Velké hospodářské krize zažilo několik zemí podobně vysoký pokles cenové hladiny jako USA, ale zdaleka ne všechny prodělaly hospodářský pokles.

33 Dnešnímu čtenáři bude distinkce mezi efekty očekávaných a neočekávaných změn cenové hladiny dobře známá z textů držitele Nobelovy ceny za ekonomii Roberta Lucase (1995).

implikované³⁴ a skutečné inflace také Hamilton (1987); podobný závěr přináší i metodologicky odlišný článek Domingueze, Faira a Shapiroa (1988).³⁵ Otázkou proto zůstává, do jaké míry byla deflace z 30. let škodlivá primárně proto, že byla z dominantní části překvapivá. To by podle našeho názoru limitovalo vypovídací schopnost tohoto období pro současné debaty. Dnešní praxe centrálních bank, která je charakteristická systematickým prognózováním mnoha makroekonomických veličin, prakticky vylučuje, že by výraznější deflace byla zcela neočekávaná³⁶.

4.3 Debata o deflační periodě v Japonsku

Kromě Velké hospodářské krize v USA bývá za příklad škodlivého poklesu cenové hladiny často uváděno Japonsko a jeho ztracená dekáda (resp. dvě dekády) následující po splasknutí bubliny na trzích aktiv z přelomu 80. a 90. let. V akademické rovině kontinuálně probíhá debata, zda je pokračující japonská stagnace spíše ukázkou nepříznivých dopadů deflačního prostředí či projevem širších fundamentálních změn v japonské ekonomice, jichž je deflace pouze důsledkem. Krugman (1998) patří mezi zastánce teze, že Japonsko je novodobým příkladem ekonomiky, která se dostala do pasti likvidity a trpí neschopností měnové politiky odstranit deflační tendence.³⁷ Také zástupci centrálních bank často uvádějí, že právě Japonsko je typickým příkladem země, kde lze pozorovat škodlivé důsledky deflace (Kuroda 2016, Bernanke 2002, ČNB 2014).

Baba a kol. (2005) argumentují, že problematickým faktorem v Japonsku není pokles spotřebitelských cen, ale že jím byl počáteční silný propad cen aktiv z počátku 90. let. Podle nich byl pokles spotřebitelských cen pouze průvodním jevem hospodářských potíží, které souvisely se splasknutím realitní a akciové bubliny. Prudký pokles cen aktiv (nikoliv spotřebitelských cen) znamenal pokles hodnoty kolaterálu a následný nárůst nesplácených úvěrů. Ve stejném duchu argumentuje i Leijonhufvud (2009), když uvádí, že hlavním problémem Japonska během první ztracené dekády byl právě bankovní sektor, který kvůli příliš velkému podílu nekvalitních úvěrů v bilancích bank nebyl schopen financovat nové investice, které jsou pro hospodářskou obnovu bezpodmínečně nutné.³⁸

34 Implikovaná inflace je v článku vnímána jako inflace odvozená z rozdílu mezi aktuálními spotovými cenami vybraných komodit na burze a jejich futures cenami.

35 Podle Cecchettiho (1992) naopak tehdejší obyvatelstvo ještě muselo mít v živé paměti známé deflační periody, čili by je deflace během Velké hospodářské krize překvapit příliš neměla. Vlastní analýzou pomocí ARMA modelů se snaží ukázat, že jakmile deflace začne, měla by pak být ekonomickými subjekty očekávána i do budoucna.

36 Přesto proti ní tvůrci měnové politiky silně vystupují, což naznačuje, že existuje obava i z deflace očekávané. Ostatně i výše rozebíraný fenomén odkládání spotřebitelských výdajů v očekávání klesajících cen – centrálními bankami tolik akcentovaný – se opírá právě o předpoklad široce sdíleného očekávání ekonomických subjektů ohledně vývoje cenové hladiny.

37 Krugmanově reakci na hospodářský vývoj Japonska se věnují Frait, Melecký a Horská (2002).

38 Podobné vysvětlení japonského vývoje diskutuje také Hetzel (2004). Zároveň však odmítá tezi, že by centrální banka měla být kvůli oslabenému bankovnímu sektoru bezmocná, co se týče kontroly inflace.

Atkeson a Kehoe (2004) argumentují, že při hodnocení posledních dvou dekád je nutné se podívat na časové řady z většího odstupu. Podle nich je totiž vývoj v posledních dvou desetiletích pouze pokračováním trendu, který japonská ekonomika vykazuje podstatně déle. Poukazují na skutečnost, že setrvalý pokles dynamiky ekonomického růstu lze v Japonsku pozorovat již od 60. let, zatímco trendový pokles cen začal až o bezmála dekádu později. Autoři tento trendový pokles dynamiky ekonomického růstu přisuzují konvergenci japonské ekonomiky k dlouhodobému stálému stavu, což je vývoj predikovaný některými makroekonomickými růstovými modely. Autoři tudíž vnímají japonskou deflaci jako přirozený důsledek vývoje ekonomických fundamentů, nikoliv jako kauzální příčinu slabého hospodářského růstu.

Dalším faktorem, který je při hodnocení ztracených dekád v Japonsku hojně diskutován, je dramatické stárnutí tamní populace (Canon, Kudlyak a Reed, 2015). Např. Anderson a kol. (2014) na základě modelu GIMF³⁹ ukazují, že stárnutí populace samo o sobě přináší významné negativní impulzy, a to jak pro reálnou ekonomiku, tak pro cenový vývoj. Vysoký podíl populace v důchodovém věku snižuje míru participace a zvyšuje reálné mzdy, což může snižovat produkt a skrze něj také inflaci.⁴⁰ Další negativní projev stárnutí populace vidí autoři v apreciaci domácí měny, pokud domácnosti rozpouští úspory dříve investované z velké části v zahraničních aktivech.⁴¹ Zároveň lze předpokládat, že se starší populace spokojí s žitím v relativně méně prostorných nemovitostech, což může vytvářet tlak na pokles cen nemovitostí a půdy; ten se pak rozprostírá i do dalších cen. Na japonskou realitu méně použitelný model, který implikuje dezinflační tlaky v prostředí stárnoucí populace, nabízí také Bullard, Garriga a Waller (2012). Autoři předpokládají, že starší generace obecně preferují relativně vyšší reálné úrokové míry a nižší inflaci, neboť žijí převážně z úspor (mladá generace by podle autorů preferovala naopak relativně nižší úrokovou míru, vyšší mzdy a vyšší inflaci). Pokud centrální banka při vykonávání své funkce bere ohled na relativní věkové zastoupení v dané ekonomice (tj. na relativní zastoupení jednotlivých preferencí), pak může i její měnová politika implikovat nižší tlak na inflaci. Obratem je však nutné dodat, že model Bullarda a kol. může být sice vhodným popisem situace v jiných zemích, nicméně před japonskou realitou pravděpodobně neobstojí. Japonská centrální banka je průkopníkem nekonvenčních nástrojů měnového uvolňování (např. politiky kvantitativního uvolňování), tudíž je obtížné vnímat deflaci v této zemi jako výsledek rozhodnutí centrální banky.

Některé z výše uvedených argumentů naznačují, že pokles japonských cen a pokles tamní ekonomické výkonnosti nejsou vůči sobě nutně v kauzálním postavení, nýbrž že oba jevy mohou být příznakem negativního demografického vývoje japonské ekonomiky. Zohlednit vliv stárnutí obyvatelstva při hodnocení ekonomické výkonnosti země lze tak,

39 Global Integrated Monetary and Fiscal Model.

40 Když vztáhneme tento argument k debatě uvedené výše v tomto článku, pak Anderson a kol. zjevně předpokládají, že negativní dopady růstu reálné mzdy na zaměstnanost převáží nad pozitivními dopady, které generuje důchodový efekt růstu reálných mezd.

41 Podle autorů je negativní dopad na inflaci prostřednictvím posílení kurzu silnější než pozitivní efekt skrze samotný nárůst spotřebních výdajů.

že se hrubý domácí produkt nepřepočte standardně na obyvatele, nýbrž na počet pracujících obyvatel. Takovou analýzu přináší Borio a kol. (2015). Podle jejich dat Japonsko během let 2000 až 2013 zaostávalo za USA z pohledu běžného HDP *per capita*, nicméně v HDP přepočteném na pracující obyvatele naopak výkonnost USA výrazně překonalo.⁴²

Závěr

Když F. A. Hayek v jedné ze svých pozdních publikací (1990) definoval cenovou stabilitu, hovořil o tom, že ceny musejí mít přibližně stejnou šanci růst jako klesat.⁴³ Toto se pravděpodobně shoduje s intuitivní představou laické veřejnosti ohledně cenové stability. Naším cílem v tomto článku bylo ukázat, že ve skutečnosti ani odborná literatura neposkytuje jednoznačné opodstatnění pro to, abychom tento robustní a symetrický koncept stabilní kupní síly vyměnili za nekompromisní averzi vůči jakémukoliv poklesu cen.

Ekonomická literatura, ať už teoretická či empirická, nepodává o deflaci zdaleka jednoznačný obraz, přičemž zejména na bázi moderních empirických studií je nutné odmítnout zjednodušující interpretaci deflace jakožto a priori negativního fenoménu. Na základě těchto skutečností se domníváme, že by rétorika centrálních bank měla být v případě deflace výrazně umírněnější, než jakou slyšíme dnes. Centrální banky podle našeho názoru mohou z principu ospravedlnit uvolněnou měnovou politiku kdykoliv se vývoj inflace nachází daleko od jimi stanoveného cíle. Měla by to však být primárně vzdálenost inflační prognózy od inflačního cíle, co bude podkladem a zdůvodněním případného měnověpolitického rozhodnutí (nikoliv znaménko očekávané inflace). Historická zkušenost s deflací nenaznačuje, že by při volbě mezi mírnou inflací a mírnou deflací měla automaticky dostávat přednost první možnost.

Jakkoliv lze souhlasit s tím, že by měnová autorita měla v rámci zachování vlastní kredibility vykonávat maximum pro naplňování stanoveného inflačního cíle, neměla by ustávat diskuse nad tím, jak má tento cíl vypadat. Zatímco někteří autoři si pokládají otázku, zda by se inflační cíle neměly oproti současnosti zvýšit (viz Blanchard, Ariccia a Mauro, 2010),⁴⁴ neměla by být z probíhající debaty ukvapeně vyloučena ani možnost jejich snížení. Pokud historie i teorie naznačují, že (očekávaná) deflace nemusí být nutné negativním fenoménem, pak by nižší inflační cíl mohl být pro centrální banky řešením v situaci, kdy si svět zvyká na dlouhodobě slabý růst spotřebitelských cen. Definitivní zodpovězení otázky ohledně výše optimálního inflačního cíle však dalece přesahuje záměry tohoto článku. Naší snahou bylo zaplnit chybějící prostor v české ekonomické literatuře a poukázat na skutečnost, že současná averze vůči deflaci nemá v ekonomické vědě tak silnou oporu, jakou by bylo možné odvozovat z komunikace centrálních bank a že by si tato komunikace proto zasloužila určitou revizi.

42 Kumulativní růst HDP na pracující obyvatele za toto období v Japonsku přesáhl 20 %, zatímco v USA pouze 11 %.

43 Příspěvky některých dalších držitelů Nobelovy ceny za ekonomii k otázce optimálního nastavení měnové politiky také implikovaly možnost deflačního prostředí (např. Friedman, 1969 či Lucas, 2000).

44 Vyšší očekávaná inflace by zvýšila nominální úrokové sazby, což oddaluje situaci, kdy centrální banky v případě uvolňování měnové politiky narazí na hranici nulových úrokových sazeb.

Literatura

- Amato, J. D. (2005). *The Role of the Natural Rate of Interest in Monetary Policy*. Bank for International Settlements. Working Paper No. 171, <https://doi.org/10.2139/ssrn.699221>
- Anderson, D., Botman, D., Hunt, B. (2014). *Is Japan's Population Aging Deflationary?* International Monetary Fund. Working paper WP/14/139, August 2014.
- Atkeson, A., Kehoe, P. (2004). *Deflation and Depression: Is There an Empirical Link?* National Bureau of Economic Research. Working Paper No. 10268, <https://doi.org/10.3386/w10268>
- Baba, N., Nishioka, S., Oda, N., Shirakawa, M., Ueda, K., Ugai, H. (2005). *Japan's Deflation, Problems in the Financial System and Monetary Policy*, Bank for International Settlements. Working Paper No. 188, November 2005, <https://doi.org/10.2139/ssrn.861664>
- Barro, R. J. (1974). Are Government Bonds Net Wealth? *Journal of Political Economy*, 82(6), 1095–1117, <https://doi.org/10.1086/260266>
- Bagus, P. (2015). *In Defense of Deflation*. Berlin: Springer, <https://doi.org/10.1007/978-3-319-13428-4>
- Bachmann, R., Berg, T., Sims, E. R. (2015). Inflation Expectations and Readiness to Spend: Cross-Sectional Evidence. *American Economic Journal: Economic Policy*, 7(1), 1–35, <https://doi.org/10.1257/pol.20130292>
- Bernanke, B. (1983). Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *The American Economic Review*, 73(3), 257–276.
- Bernanke, B., James, H. (1991). The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison, in Hubbard, R. G., ed., *Financial Markets and Financial Crises*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 33–68.
- Bernanke, B. (2002). *Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here*. Přednáška pro National Economists Club, Washington, D. C. November 21.
- Bernanke, B. (2003). *An Unwelcome Fall in Inflation?* Přednáška pro the Economics Roundtable. University of California, San Diego, July 23.
- Blanchard, O., Dell'Ariccia, G., Mauro, P. (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF Staff Positional Note February, International Monetary Fund, Washington, D. C.
- Bordo, M., Filardo, A. (2005). *Deflation in Historical Perspective*. Bank for International Settlements. Working Paper No. 186.
- Borio, C., Erdem, M., Filardo, A., Hofmann, B. (2015). The Costs of Deflations: a Historical Perspective. *Bank for International Settlements Quarterly Review*, March 2015.
- Bullard, J., Garriga, C., Waller, Ch. (2012). Demographics, Redistribution, and Optimal Inflation. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 94(6), 419–439.
- Burke, M. A., Ozdagli, A. (2013). *Household Inflation Expectations and Consumer Spending: Evidence from Panel Data*. Federal Reserve Bank of Boston. Working Paper No. 13–25.
- Canon, M., Kudlyak, M., Reed, M. (2015). Aging and the Economy: The Japanese Experience. *The Regional Economist*. Working Papers, pp. 12–13.
- Cecchetti, S. G. (1992). Prices During the Great Depression: Was the Deflation of 1930–1932 Really Unanticipated? *The American Economic Review*, 141–156.
- ČNB (2014). *Sborník článků k rozhovorů k oslabení kurzu koruny*. Praha: Česká Národní banka.
- Dominguez, K. M., Fair, R. C., Shapiro, M. D. (1988). Forecasting the Depression: Harvard versus Yale. *The American Economic Review*, 595–612.

- Eggertsson, G. B., Woodford, M. (2003). *Optimal Monetary Policy in a Liquidity Trap*. National Bureau of Economic Research. Working paper NBER No. 9968, <https://doi.org/10.3386/w9968>
- Fisher, I. (1896). Appreciation and Interest. *Publications of the American Economic Association*, 11(4), 1–98.
- Fisher, I. (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, 1(4), 337–357, <https://doi.org/10.2307/1907327>
- Frait, J., Melecký, M., Horská, H. (2002). Recese, deflace, bankovní krize a past likvidity v Japonsku, *Politická ekonomie*, 50(2), 263–280, <https://doi.org/10.18267/j.polek.360>
- Friedman, M. (1969). The Optimum Quantity of Money, in Friedman, M., ed., *The Optimum quantity of Money and Other Essays*. Chicago: Aldine.
- Friedman, M. (1984). Monetary Policy for the 1980s, in Moore, J., ed., *To Promote Prosperity: U.S. Domestic Policy in the Mid-1980s*. California: Stanford, Hoover Institution Press, pp. 23–60.
- Fujiki, H., Okina, K., Shiratsuka, S. (2001). Monetary policy Under Zero Interest Rate: Viewpoints of Central Bank Economists. *Monetary and Economic Studies*, 19(1), 89–130.
- Guerrero, F., Elliott, P. (2006). Deflation and Recession: Finding the Empirical Link. *Economics Letters*, 93(1), 12–17, <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2006.03.029>
- Guvenen, F. (2006). Reconciling Conflicting Evidence on the Elasticity of Intertemporal Substitution: A Macroeconomic Perspective. *Journal of Monetary Economics*, 53(7), 1451–1472, <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.06.001>
- Haberler, G. (1937). *Prosperity and Depression*. Ženeva: League of Nations.
- Haberler, G. (1986). Reflections on Hayek's Business Cycle Theory. *Cato Journal*, 6(2), 421–435.
- Hamilton, J. D. (1987). Monetary factors in the Great Depression. *Journal of Monetary Economics*, 19(2), 145–169, [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(87\)90045-6](https://doi.org/10.1016/0304-3932(87)90045-6)
- Hayek, F. A. (1933). *Monetary Theory and Trade Cycle*. London: Jonathan Cape.
- Hayek, F. A. (1935). *Prices and Production*. London: Routledge and Kegan Paul.
- Hayek, F. A. (1990). *Denationalisation of Money: The Argument Refined*. London: The Institute of Economic Affairs.
- Havranek, T., Horvath, R., Irsova, Z., Rusnak, M. (2015). Cross-country Heterogeneity in Intertemporal Substitution. *Journal of International Economics*, 96(1), 100–118, <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2015.01.012>
- Hetzel, R. L. (2004). Price Stability and Japanese Monetary Policy. *Monetary and Economic Studies*, 22(3), 1–23.
- Hume, D. (1987). *Essays, Moral, Political, and Literary*. Indianapolis: Liberty Fund. Dostupné online: <http://www.econlib.org/library/LFBooks/Hume/hmMPL.html>
- Humphrey, T. (2004). Classical Deflation Theory. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 90(1), 11–32.
- Holub, T., Král, P. (2015). *O deflaci, slevách a odkládání spotřeby*. čnBlog. [Cit. 2016-05-10] Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/blog_cnb/prispevky/holub_kral_20150402.html
- Ichiiue, H., Nishiguchi, S. (2015). Inflation Expectations and Consumer Spending at the Zero Bound: Micro Evidence. *Economic Inquiry*, 53(2), 1086–1107, <https://doi.org/10.1111/ecin.12176>

- Johnson, H. (1969). Inside Money, Outside Money, Income, Wealth and Welfare in Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 30–45, <https://doi.org/10.2307/1991375>
- Kalecki, M. (1944). Professor Pigou on "The Classical Stationary State: A Comment. *Economic Journal*, 54(213), 131–132, <https://doi.org/10.2307/2959845>
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Londýn: Macmillan.
- Kovanda, L. (2013). Propíchlí jsme deflační bublinu, rozhovor s viceguvernérem ČNB V. Tomšíkem. *Lidové noviny* 28. 11. 2013, s. 16.
- Krugman, P. R., Dominquez, K. M., Rogoff, K. (1998). It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 137–205, <https://doi.org/10.2307/2534694>
- Leijonhufvud, A. (2009). Out of the Corridor: Keynes and the Crisis. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 741–757, <https://doi.org/10.1093/cje/bep022>
- Lucas, R. E. (1995). *Monetary Neutrality*. Nobel Prize Lecture.
- Lucas, R. E. (2000). Inflation and Welfare. *Econometrica*, 68(2), 247–274, <https://doi.org/10.1111/1468-0262.00109>
- Pesek, B., Saving T. (1967). *Money, Wealth, and Economic Theory*. New York: The Macmillan Company.
- Pigou, A. C. (1943). The Classical Stationary State. *Economic Journal*, 53(212), 343–351, <https://doi.org/10.2307/2226394>
- Ryska, P., Sklenář, P. (2017). *Deflation across Sectors: Results for the Czech Republic*. FSV UK, Praha. IES Working Papers (forthcoming).
- Salerno, J. T. (2003). An Austrian Taxonomy of Deflation—with Applications to the US. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 6(4), 81–109, <https://doi.org/10.1007/s12113-003-1007-1>
- Scitovsky, T. (1941). Capital Accumulation, Employment and Price Rigidity. *Review of Economic Studies*, 8(2), 69–88, <https://doi.org/10.2307/2967464>
- Smith, G. (2006). The Spectre of Deflation: a Review of Empirical Evidence. *Canadian Journal of Economics*, 39(4), 1041–1072, <https://doi.org/10.1111/j.1540-5982.2006.00381.x>
- Steele, G. R. (2005). Hayek's Theory of Money and Cycles: Retrospective and Reappraisal. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 8(1), 3–14, <https://doi.org/10.1007/s12113-005-1013-6>
- Sumner, S. (2002). Some Observations on the Return of the Liquidity Trap. *Cato Journal*, 21(3), 481–490.
- Svensson, L. E. (2003). Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(4), 145–166, <https://doi.org/10.1257/089533003772034934>
- Tobin, J. (1980). *Asset Accumulation and Economic Activity*. Oxford: Basil Blackwell.
- Viner, J. (1937). *Studies in the Theory of International Trade*. New York: Harper.
- Wicksell, K. (1898). *Interest and Prices*, reprinted (1965), New York: Augustus M.