Diskuse | Discussion

HROZBA SEKULÁRNÍ STAGNACE

Kamil Janáček – Stanislava Janáčková*

Abstract

The Threat of Secular Stagnation

Advanced countries are losing their predominant position in the world economy. With the long-time productivity slowdown and the present long recession, a question arises about the threat of secular stagnation of the advanced world. In searching for the roots of this threat, leading world economistst accentuate either the demand side, or the supply side of the economy. In this respect, the authors add globalization as another important factor. Globalization has resulted in long-term global and internal imbalances, and caused deep problems in the advanced countries – deindustrialization, unemployment, growing dependence on the social safety net, and a permanent increase of government intrusion into the economy. After the 2008 crisis, fiscal and monetary policy concentrates on short-term support of economic recovery, leaving aside the deeper long-term deficiencies. With multiple negative trends acting in the same direction, the threat of secular stagnation should not be overlooked.

Keywords: economic growth, productivity, secular stagnation, global imbalances
JEL Classification: E31, E42, E52, E58, F43, F55

Úvod

Finanční a dluhová krize, která vypukla v roce 2008, byla zničující a vyvolala obavy z toho, co přinese další krizový pokles. Stále více ekonomů si ale začíná všímat také delších vývojových trendů, které nelze spojit pouze s hospodářským cyklem a s nedávnou krizí. Cílem této stati je analyzovat některé faktory, které vedou k dlouhodobému zpomalení růstu produktivity, a tedy i výkonnosti, vyspělých ekonomik. Nejde o zcela nový problém. Již začátkem 80. let minulého tisíciletí vedli ekonomové velkou diskusi o příčinách zpomalení růstu produktivity. V 90. letech se problém zdál překonán, vrátil se však s ještě větší intenzitou po krizi roku 2008. O hrozícím dlouhodobém zpomalení hospodářského růstu, nesouvisejícím s cyklem, se v literatuře hovoří jako o hrozbě sekulární stagnace.

* **Kamil Janáček** (kamil.janacek@vse.cz), Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta; **Stanislava Janáčková** (slavka.janackova@gmail.com), externí spolupracovnice Institutu Václava Klause.

Politická ekonomie, 2018, 66(1), 116–135, https://doi.org/10.18267/j.polek.1166

1. Sekulární stagnace: nedostatečná poptávka nebo problémy na straně nabídky?

Významné zpomalování růstu HDP a růstu produktivity probíhá ve vyspělých zemích již po řadu desetiletí (tabulka 1).[1]

Tabulka 1 | HDP a produktivita, průměrná roční tempa růstu v %

	1913–1950	1950–1973	1973–1980	1980–2006
Spojené státy americké				
HDP	3,2	4,0	2,5	3,1
hodinová produktivita práce	2,8	2,5	0,7	1,6
celková produktivita faktorů	2,3	1,7	0,1	0,9
Japonsko				
HDP	2,2	9,3	3,4	2,3
hodinová produktivita práce	1,8	7,4	3,2	2,4
celková produktivita faktorů	0,7	5,4	0,9	1,0
Velká Británie				
HDP	1,3	2,9	1,0	2,5
hodinová produktivita práce	1,5	2,8	2,1	2,2
celková produktivita faktorů	1,0	1,2	0,5	1,1
Francie				
HDP	0,9	5,3	2,9	2,1
hodinová produktivita práce	1,8	5,2	3,4	2,2
celková produktivita faktorů	1,5	4,0	1,8	1,3

Zdroj: Cette, Kocoglu, Mairesse 2010

Deset let po krizi roku 2008 stále nenastává přesvědčivé oživení vyspělých ekonomik. Dodatečným matoucím fenoménem současnosti je zpomalení růstu cen, které v některých vyspělých zemích přechází až do deflace a které nereaguje na tradiční recepty. Mnozí analytici se obávají, že vyspělý svět zůstane polapen v „nové rovnováze“, tvořené pomalým růstem, nízkou inflací a nízkými úroky (v souvislosti s nízkými úroky se hovoří o „globální pasti likvidity“, která se šíří jako nákaza a činí měnovou politiku do značné míry bezmocnou). Neschopnost generovat růst by vedla k dlouhodobé nezaměstnanosti a k velkým sociálním problémům, s nutností zásadně přehodnotit sociální systémy vyspělých zemí. Hovoří se o celosvětově nedostatečné poptávce, o břemenu nadměrné zadluženosti po letech finančních excesů, a zdůrazňuje se nedostatečný růst produktivity.

V této souvislosti se někteří ekonomové rozhodli oživit starý pojem „sekulární stagnace“, který poprvé použil v roce 1938 Alvin Hansen pro charakteristiku ekonomiky USA po Velké depresi (Hansen, 1938). Uvedeme zde alespoň dva významné americké ekonomy – Larryho Summerse a Roberta Gordona, kteří s pojmem sekulární stagnace operují. Jeden

1 Definice celkové produktivity faktorů plus podrobnější údaje za poslední období viz níže, část „Zpomalení růstu produktivity“.

z nich zdůrazňuje sekulární stagnaci jako jev spojený s poptávkovou stranou ekonomiky, druhý se soustřeďuje na stranu nabídky a na vývoj potenciálního produktu.[2]

V pojetí Larryho Summerse jde o poptávkový problém, kdy zamýšlené úspory jsou systematicky vyšší, než zamýšlené investice, což v ekonomice vyvolává nedostatek poptávky a negativní mezeru výstupu (Summers, 2016). Autor vyvozuje, že rovnovážná reálná úroková míra, při které by ekonomika dosahovala svého potenciálu (plná zaměstnanost, neexistence negativní mezery výstupu), z řady příčin již delší dobu klesá a dostala se až do negativních hodnot. Při nízké inflaci to pak znamená, že pod nulou se nachází i nominální úroková míra, která by vyrovnala zamýšlené investice se zamýšlenými úsporami. Nulová hranice pro pokles nominální úrokové míry (pod nulu se podle jeho názoru příliš hluboko jít nedá) pak v ekonomice vyvolává trvalou tendenci ke stagnaci: když se nemůže dostatečným poklesem přizpůsobit nominální úroková míra, přizpůsobuje se output.[3]

Rovnovážná (někdy též „přirozená“)[4] reálná úroková míra je teoretický koncept, který se nedá přímo změřit. Její vývoj se dá odvodit pouze ex post pomocí modelů, které pracují s historickými trendy růstu, inflace a měnové politiky. Na takovém základě někteří analytici skutečně vyvodili, že ve Spojených státech rovnovážné reálné úrokové sazby už od 60. let trendově klesaly a v posledním období se dostaly pod nulu (Laubach a Williams 2001, King a Low 2014).[5] Podle M. Kinga se po celé 19. století a většinově ve 20. století reálná úroková míra pohybovala mezi 3–5 %. Od devadesátých let 20. století začala klesat od 4 % na 1,5 %, aby v posledních letech klesla téměř k nule (King, 2016, str. 29). Larry Summers upozorňuje, že v posledním období se pod nulu dostaly i některé tržní reálné sazby (tabulka 2).

Příčin je podle něho celá řada. Patří mezi ně zpomalení růstu populace vyspělých zemí, vedoucí ke stárnutí obyvatelstva, k růstu sklonu k úsporám a ke snížení poptávky. Pokles relativních cen kapitálových statků snižuje objem kapitálu, potřebný pro „stejnou“ investici. Růst příjmové nerovnosti posouvá důchody k bohatším vrstvám, které více spoří. Růst poptávky po bezpečných aktivech, kterých je na trhu nedostatek, posouvá reálnou úrokovou sazbu dolů. Navíc problém nerovnováhy zamýšlených úspor a zamýšlených investic nabral na intenzitě v posledních 15 letech po vstupu Číny a dalších zemí jihovýchodní Asie na světové finanční trhy. Jde o země, vyznačující se silným přebytkem úspor, které je „vyvážejí“ do vyspělých států. S tím jsou spojené úrokové sazby blížící se nule a nízká inflace nebo až deflace. Summersovo pojetí tak mimo jiné souvisí s již

2 Skeptičtěji se k pojmu sekulární stagnace (zejména pokud jde o budoucnost) staví například Barry Eichengreen (Eichengreen, 2015). Z evropských ekonomů, kteří se těmto otázkám podrobněji věnují, citujme například Philippa d'Arvisenet (Arvisenet, 2015).

3 Ani umělé stlačování úrokových sazeb pod nulu centrálními bankami neřeší příčiny dlouhodobého nedostatku poptávky. Pokud má Summers pravdu, bylo by třeba odstranit důvody, proč celá poptávková křivka po investicích leží tak nízko, že protne nabídkovou křivku úspor při záporné úrokové sazbě.

4 Koncept přirozené úrokové míry jako veličiny dlouhodobé rovnováhy nabídky úspor a poptávky po úsporách (investic) byl původně vyvinut Eugenem von Böhmem-Bawerkem a rozvinut Knutem Wicksellem.

5 Viz též Buckle up. Interest Rates in America (2015).

známou teorií „globální záplavy úspor“, spjatou zejména se jménem bývalého guvernéra americké centrální banky (Fed) Bena Bernankeho (Bernanke, 2005, též King, 2016). Tato záplava vedla nejen k neudržitelným investicím, příliš vysoké spotřebě a k finanční bublině, jejíž prasknutí vyvolalo krizi, – ale působí i nadále, tlačí úrokové sazby k nule, znemožňuje „nakopnutí“ ekonomiky měnovou politikou a vyvolává tendenci ke snaze řešit problémy prostřednictvím měnových kurzů, což může vyústit v „měnové války“. Sám finanční systém se stal Achillovou patou globální ekonomiky.

Tabulka 2 | Vývoj úrokových sazeb z vládních dluhopisů

	USA		Japonsko		Německo	
	2014	**2015**	**2014**	**2015**	**2014**	**2015**
Nominální						
5leté	1,53	1,31	0,21	0,01	0,72	–0,02
10leté	2,74	1,84	0,64	0,3	1,74	0,35
Reálné						
5leté	–0,48	–0,22	–	–	–0,36	–0,1
10leté	0,57	0,19	–0,54	–0,48	0,18	–0,64

Poznámka: Údaj není k dispozici.

Zdroj: Summers, L. H., American Economic Review, 2015

Summers vidí sekulární stagnaci jako problém, který se neobjevil až po krizi roku 2008, nýbrž v jiné podobě existoval již před ní. Již po několik desetiletí totiž americká ekonomika byla schopna růst jen díky tomu, že rezignovala na finanční stabilitu. Poptávka byla uměle stimulována díky přílivu úspor z globálních finančních trhů, zadlužování domácností, zadlužování vlády, a v posledním období díky penězům, které do ekonomiky nalévala centrální banka svým kvantitativním uvolňováním. Takový růst ale v minulosti nebyl udržitelný. Poptávka se místo do běžné spotřeby a produktivních investic přelévala do oblastí, kde vyvolávala bubliny – viz internetová bublina na konci 90. let a hypoteční bublina, která předcházela krizi roku 2008. Růst byl tak vykupován finanční nestabilitou. Navíc ani takto uměle vyvolávaný růst už po krizi 2008 nedosahuje předchozích hodnot – nalévání peněz přestává ekonomiku povzbuzovat. Lékem by podle Summerse mohly být spíše vyšší veřejné investice.

Robert Gordon vidí sekulární stagnaci naopak jako problém strany nabídky. (Gordon, 2015, 2016). Hovoří o snížení temp růstu potenciálního produktu, způsobeném zpomalením růstu pracovního vstupu i produktivity práce. Od roku 1970 se s každou další dekádou růst produktivity ve vyspělých zemích zpomaluje, a platí to i pro růst celkové produktivity faktorů (TFP). Příčinou je zpomalení toku inovací, s tím, že inovace jako je internet jen marginálně a nedostatečně vylepšují již existující technologie. Roli hraje

též nedostatek nových příležitostí – trh je nasycen. Třetí průmyslová revoluce podle jeho názoru již prakticky skončila, přínos informačních a komunikačních systémů vykazuje klesající výnosy, spolu s tím klesá dynamika podnikatelského sektoru. Zároveň ve vyspělých zemích stárne populace, snižuje se pracovní participace, roste příjmová nerovnost, zhoršují se vzdělávací systémy (zejména v USA) a stoupá zadlužení. Roli hrají i náklady, spojené s „bojem s klimatickými změnami". Podle Gordona je tak vysoce pravděpodobné, že stagnace, která začala v letech 2009–2014, bude pokračovat i do budoucna. Pomalý růst potenciálního produktu snižuje potřebu investic, což zase oslabuje i stranu poptávky. Nabídka a poptávka pak participují na sekulární stagnaci ve vzájemné interakci. Není jasné, jaký lék by měl být použit – pokud problémem není jen nedostatečná poptávka, pak nalévání peněz do ekonomiky situaci jen zhorší.

2. Zpomalení růstu produktivity

Tabulka 1 udává některé údaje o zpomalování růstu HDP a produktivity. Také podle údajů OECD se růst produktivity práce ve většině vyspělých zemí systematicky zpomaluje už od 70. let 20. století (Janáček, 2002). Po krizi roku 2008 se v mnoha z nich téměř zastavil, někde produktivita práce klesala. Stejně tak i HDP na odpracovanou hodinu se v letech 2007–2013 v některých vyspělých zemích snižoval. Přitom Evropská unie je na tom podstatně hůře než Spojené státy. Úroveň celkové produktivity faktorů v roce 2013 oproti roku 2007 poklesla takřka ve všech zemích EU (zatímco ve Spojených státech mírně vzrostla a v Číně, Indii nebo Korey byl její růst kolem 10 %).[6]

Hlavním tahounem růstu produktivity byly v poválečném období Spojené státy. Jenže i tam se růst produktivity od 70. let výrazně zpomalil. Podle Gordona (2015) dosahoval růst celkové produktivity faktorů v USA během 30. a 40. let téměř 3 %, zatímco v 70. a 80. letech jen kolem 0,5 %. Po dočasném zrychlení v letech devadesátých pak v období let 2004–20 14 znovu klesl na 0,5% (což bylo poprvé provázeno také významným poklesem temp růstu HDP a odpracovaných hodin).

Gordon dodává, že pokud bychom vzali ještě delší historické intervaly, vycházel by pro léta 1920–1972 průměrný růst TFP 2,01 % ročně, zatímco v období let 1972–2014 byl sotva třetinový. Průměrný růst produktivity práce v letech 1972–2014 zaostával za obdobím 1920–1972 o 1,3 procentního bodu ročně.

Jak již bylo uvedeno, Gordon vidí vysvětlení především v klesajících přínosech „ICT revoluce" a v nedostatku nových příležitostí pro inovace. Po roce 1970 se inovace soustřeďovaly do úzké sféry lidské aktivity – zábava, komunikace, sběr a zpracování informací. V ostatních sférách se pokrok zpomalil. V podstatě jde o to, že třetí průmyslová revoluce se již vyčerpala (a čtvrtá zatím nezačala) – a zároveň se zpomaluje růst pracovního vstupu a klesá jeho kvalita.

6 Celková produktivita faktorů (Total Faktor Productivyty, TFP) je propočet, při kterém se do vstupů kromě práce zahrnuje ještě kapitál (K, L), a někdy i materiálové vstupy a energie (KLEMS), výpočty OECD například zahrnují jako samostatný vstup „ICT kapitál" (software, hardware a telekomunikace).

Tabulka 3 | Průměrná roční tempa růstu v %, Spojené státy americké

	Reálný HDP	Odpracované hodiny	Output na hodinu	TFP
1930–1950	3,58	0,61	2,97	2,17
1950–1972	3,89	1,24	2,65	1,79
1972–1996	3,01	1,63	1,38	0,52
1996–2004	3,32	0,81	2,51	1,43
2004–2014	1,58	0,36	1,22	0,54

Zdroj: Gordon, R. J., American Economic Review, 2015

Domníváme se, že v celkovém dlouhodobém trendu poklesu produktivity, který ukazuje tabulka 3, hrála roli také strukturální změna v ekonomice USA. Došlo zde k přesunu od primárního a sekundárního sektoru ke službám a zároveň k růstu rozsahu a složitosti daňového systému, který odsává z ekonomiky nejen daňové platby, ale také pracovní čas a zvyšuje náklady na správu daní státem. K tomu se přidal ještě obrovský nárůst regulací všeho druhu a bobtnající právní systém USA. Všechny tyto trendy sledujeme také v Evropě, kde jsou ještě umocňovány konkrétní podobou evropské integrace. Ta shromáždila do uměle vytvořeného společenství země s různou ekonomickou úrovní a různými rozvojovými podmínkami, ale všem jim vnutila stejný typ hospodářské politiky a regulace, „ušitý“ podle nejbohatších zemí společenství.

O vývoji produktivity v Evropě svědčí například studie, zpracovaná v Banque de France (Cette, Kocoglu, Mairesse, 2010), která srovnává vývoj produktivity ve Francii a Velké Británii se Spojenými státy a Japonskem, a to za období delší než celé 20. století – zahrnuje období let 1890–2006 (část údajů viz tabulka 1). Studie se opírá mimo jiné o údaje OECD a také o práce A. Maddisona (zejména Maddison, 2007). Studie ukazuje, že za celé toto období vzrostla hodinová produktivita práce ve Francii 20×, v Británii 9×, ve Spojených státech 12× a v Japonsku 40×. Růst produktivity práce na pracovníka byl pomalejší, protože vzestup hodinové produktivity byl provázen zkracováním pracovní doby: produktivita na pracovníka vzrostla 10× ve Francii, 5× v Británii, 7× v USA a 25× v Japonsku.

Podstatnější je ovšem rozdělení tohoto dlouhého období na kratší časové úseky. Ve všech analyzovaných zemích shodně nejrychlejší růst produktivity práce probíhal v období let 1950–1973. Ve Francii a Japonsku se potom růst produktivity práce už stále zpomaloval, a zpomaloval se i v Británii (s mírným, ale jen dočasným oživením v letech 1990–1995). Pouze Spojeným státům se podařilo zpomalování dočasně zastavit a růst produktivity práce v období let 1995–2006 znovu poněkud urychlit. Rokem 2006 bohužel tato analýza končí, ale z údajů v tabulce 3 je jasné, že zrychlení bylo v USA jen dočasné.

Pokud jde o novější údaje, také OECD ve své rozsáhlé studii (OECD, 2016) ukazuje pro všechny vyspělé země výrazné zpomalení růstu produktivity práce v letech 2004–2014, oproti období 1996–2004 a stejně tak i oproti období 1970–196. Přitom ve většině

vyspělých zemí zároveň docházelo v letech 1996-2014 k poklesu úrovně produktivity práce oproti vývoji ve Spojených státech.

Často se klade otázka, zda je zpomalení růstu produktivity a celkové zpomalení ekonomik vyspělých zemí realita nebo problém měření. Domníváme se, že pravda je někde mezi tím: je to zčásti realita, zčásti i problém měření. Měření produktivity (ale i měření HDP) je ztěžováno přesunem ekonomických aktivit do sféry služeb i změnami v charakteru a zaměření technického pokroku. Nicméně naměřené údaje o vývoji produktivity jsou sotva natolik zkreslené, aby nevyvolávaly obavy, že sekulární stagnace se skutečně stává novou realitou.

Nadbytek úspor nebo nedostatek poptávky, o kterých hovoří zastánci sekulární stagnace jako o příčinách, jsou ale spíše jen důsledky. Hlubší příčinou je podle našeho názoru neschopnost vyspělých ekonomik adekvátně se vyrovnávat s již několik desetiletí existujícím procesem globalizace. Vyspělé země se příliš snadno poddaly devastaci sekundárního sektoru ekonomiky, reagovaly na globalizaci rostoucí regulací a státním paternalismem a přenesly inovační proces především do služeb. Zejména v Evropě je problém státního paternalismu a přeregulovanosti ekonomik velmi významný.

Celkově se ve vyspělém světě příčiny i dopady sekulární stagnace, pokud připustíme její existenci, v jednotlivých zemích mohou lišit podle jejich postavení ve světové ekonomice i podle jejich podnikatelské a pracovní kultury. Nejlépe z toho přese všechno vycházejí Spojené státy, následované Kanadou a Austrálií. Specifické je Japonsko – jako dříve nikdo přesně nedovedl vysvětlit jeho rychlý vzestup, tak nyní ani jeho dlouhou stagnaci. A Evropa doplácí na svůj projekt integrace, který před několika desetiletími nabral špatný směr a nyní je ve slepé uličce. Demokracie, svobodný trh, svobodný obchod – to jsou obecné pojmy, kterým každý region dává jiný prostor a též jiný obsah. Evropa tato hesla stále formálně vyznává, ale fakticky je opouští. Vinu na tom nesou instituce, které dusí trh, takže už nemáme dost kapitalismu, chybí tvůrčí destrukce, rozdělování je deformované, vysoké příjmy berou lidé, kteří nepracují, úředníci, kteří si práci vymýšlejí, a finanční kouzelníci, kteří nic užitečného nevytvářejí. Evropská unie je nedemokratická. Evropané opouštějí právě ty hodnoty, na kterých byla založena prosperita a celý vzestup Evropy. S opouštěním tradičních hodnot souvisí i pokles porodnosti, obyvatelstvo Evropy stárne.

V každém případě je sekulární stagnace otázkou, která se naléhavě týká především vyspělého světa. Asie je na vzestupu, stejně jako i některé další země – Latinská Amerika. Stranou poválečného rozvoje i nynější stagnace zůstal arabský svět, kolébka islámu, a podstatná část Afriky.

3. Globalizace, deindustrializace, státní paternalismus a přeregulovaná ekonomika

Kromě technologických změn sehrál v posledních desetiletích (zhruba od 80. a zejména od 90. let 20. století) ve světové ekonomice zásadní roli proces, bez něhož hrozbu sekulární stagnace těžko vysvětlíme – a to proces globalizace. Tedy rostoucí zapojení „třetího světa“, především rozvojových zemí Jihovýchodní Asie, do světové ekonomiky a světového obchodu, i do světových finančních trhů. Bylo to umožněno jak vnitřním vývojem těchto zemí, tak

i odstraňováním dopravních, informačních, celních a dalších bariér, které globalizaci bránily – a přispěl k tomu vydatně rozvoj nadnárodních korporací. Emancipovat se začalo Japonsko, které však postupně bylo v růstu předstiženo dalšími asijskými zeměmi v čele s Čínou a Indií. Ty začaly razantně uplatňovat strategii růstu taženého exportem, a nalezly tak konečně recept, jak se vymanit z chudoby. Díky své proexportní strategii se začaly industrializovat a životní úroveň jejich obyvatelstva rostla. Zároveň však jejich obyvatelstvo (zčásti kvůli nerozvinuté sociální síti) mělo vysokou míru úspor. Jejich vlády se zase (po minulých zkušenostech se selháním rad ze strany Mezinárodního měnového fondu) věnovaly hromadění devizových rezerv. Hromadění úspor a rezerv, investovaných zejména do dolarových aktiv, vysoce přispělo k „záplavě úspor", o které se v USA hovoří jako o jedné z příčin nejen krize roku 2008, ale i sekulární stagnace. Není to jen problém Spojených států, ale i dalších vyspělých zemí s „bezpečnou" měnou, protože globalizovaný finanční systém nezná hranice.

Strategie růstu taženého exportem by ale nemohla tak dlouho fungovat, kdyby Čína a další asijské země nemanipulovaly kurzy svých měn vůči dolaru.[7] Při tržně se vyvíjejících kurzech by nenarostly tak vysoké obchodní nerovnováhy. Spojeným státům silný dolar přinášel možnost snadného financování vládních dluhů, což jim dlouho vyhovovalo. Obchodní nerovnováhy se přenášely i do nerovnováh finančních. V Evropě zase vznikla eurozóna, ve které díky „nevratné" fixaci vzájemných kurzů ve společné měně začalo strategii růstu taženého exportem silně uplatňovat Německo.

Tabulka 4 | Podíly na světovém HDP (na základě parity kupní síly, vyjádřeno v %)

	1980	1990	2000	2011	2015
Evropská unie	31,1	28,5	24,9	19,9	17,1
USA	24,7	24,7	23,5	19,1	15,8
Japonsko	8,8	10,1	7,7	5,6	4,3
Čína	2,2	3,9	7,1	14,3	17,1
Indie	2,5	3,2	3,7	5,6	7
Brazílie	3,9	3,4	2,9	2,9	2,8

Zdroj: Mezinárodní měnový fond: World Economic Outlook

Jak souvisí zpomalení růstu produktivity a hrozba sekulární stagnace vyspělého světa s procesem globalizace? Jedna souvislost už byla naznačena – tzv. „globální záplava úspor". Souvislosti však jsou daleko širší. Problém zřejmě není jen v globalizaci samotné, ale především v reakci vyspělých zemí na tento proces. Globalizace sama o sobě se těžko dala zastavit. Otázkou je, proč na ni vyspělé ekonomiky nedokázaly lépe reagovat a proč

7 Manipulace s kurzem může mít nejrůznější formy, včetně masivního hromadění devizových rezerv a vyvolávání umělé poptávky po dolaru. Přestože rozhodnutí Mezinárodního měnového fondu o zahrnutí čínské měny do koše měn pro Zvláštní práva čerpání uznalo, že tato měna v současnosti není regulována, mnozí odborníci tento názor nesdílejí.

dopustily, aby přinesla tak velké globální i vnitřní nerovnováhy – a zároveň tak velký a rychlý relativní úpadek vyspělých zemí, zejména evropských, v rámci světa.

Rozvojové země celkem měly v roce 2015 již podíl 57,6 % na světovém HDP a úspěšně konkurují celému Západu. Takový vývoj už nelze svádět na skutečnost, že rozvojové země rostou z nižšího základu, a proto rychleji. Svědčí to o celkovém trendu ústupu vyspělých zemí, který není jen ekonomický, ale zřejmě odráží i krizi jejich politického a společenského systému. Odhaduje se, že rozvojové země se brzy budou na růstu světové ekonomiky podílet už skoro třemi čtvrtinami (tabulka 5).

Tabulka 5 | Podíly na růstu světové ekonomiky v %

	1982–1987	1992–1997	2002–2007	Predikce 2012–2017
Vyspělé země	69	54	33	26
Rozvojové země	31	46	67	74

Zdroj: Mezinárodní měnový fond, predikce Financial Times Research

Globalizace ve vyspělých zemích poničila, velmi zmenšila a někde skoro zlikvidovala významné segmenty primárních, ale zejména sekundárních sektorů ekonomik. Přínosy volného obchodu, které se od dob Ricardovy teorie komparativních výhod staly v ekonomické teorii skoro článkem víry, se v posledních desetiletích ve vyspělých zemích nepotvrzovaly. Sklízely je pouze nadnárodní korporace a finanční sféra. Souvisí to zřejmě s řádovými mzdovými rozdíly proti „třetímu světu“, ale také se ztrátou adaptability vyspělých zemí. Dnešní vyspělé ekonomiky jsou tak nepružné, že teorie o bezvýhradných přínosech volného obchodu se na ně těžko dá aplikovat.[8] Došlo zde ke ztrátě podnikatelského elánu nejen vlivem regulací, ale i v důsledku státního paternalismu a spoléhání na sociální záchrannou síť. Navíc některé analýzy ukazují, že ve vyspělých zemích většinu zisků z uvolnění obchodu realizovala především úzká nejbohatší vrstva, zatímco ostatní vrstvy stagnovaly nebo (v USA) dokonce ztrácely. Výsledkem byl značný růst příjmové nerovnosti. Například podle jedné z analýz McKinsey Global Institute se ve 25 vyspělých zemích růst reálných příjmů dvou třetin domácností mezi lety 2005 a 2014 zcela zastavil. (An Open and Shut Case, 2015, str. 4). Také podle dalších prací došlo ve vyspělých zemích k oslabení střední třídy – tedy právě té vrstvy, ze které se historicky nejčastěji rodili noví podnikatelé a inovátoři. Rostoucí příjmová nerovnost tak může být jedním z důvodů zpomalení růstu produktivity. A také jedním z důvodů oslabení míry investic – a tedy jedním z kořenů sekulární stagnace.

Přínosy volného obchodu se nejlépe zdůvodňují na modelu dokonalé konkurence, což je ovšem prostředí, jaké už dávno neexistuje. Svět ovládly nadnárodní korporace, které využívají svou velikost a sílu a navíc je jim víceméně jedno, co se stane s ekonomikou jejich původní mateřské země. Při řádových rozdílech v úrovni mezd mezi vyspělým

8 Nelze zapomenout, že Ricardova teorie platí za podmínky dokonalého volného trhu.

a rozvojovým světem jsou nároky na adaptabilitu vyspělých zemí opravdu vysoké. V celém vyspělém světě dlouhodobě probíhá úbytek pracovních míst ve zpracovatelském průmyslu a v celém sekundárním sektoru. Zčásti je to samozřejmě také důsledek růstu produktivity, který v průmyslu zůstal zachován i při jeho silném zpomalení v ekonomice jako celku. Nicméně velká část úbytku pracovních míst šla na vrub globalizace. Jen mezi léty 1999 a 2011 ztratily USA téměř 6 milionů pracovních sil ve zpracovatelském průmyslu, z toho podle odhadů 2,4 milionů míst kvůli dovozům z Číny (tamtéž, str. 6). Samotná Čína vytvořila během 21. století více než 70 milionů nových pracovních míst ve zpracovatelském průmyslu, následkem čehož v Evropě a USA dohromady v roce 2012 už ve zpracovatelských odvětvích zbylo jen 42 milionů pracovních míst (King 2016, str. 27). Naproti tomu, v reakci na globalizaci, narostla ve všech vyspělých zemích váha terciálního sektoru, tedy sektoru služeb, jejichž značná část je neobchodovatelná, a nepodléhá tedy zahraniční konkurenci. Často se to vykládalo jednostranně jako výhoda, jako důkaz pokročilosti rozvoje ekonomiky. Ve skutečnosti to bylo zčásti vynucené globalizací a tím, že byla do ekonomik vpuštěna konkurence zemí s řádově nižší mzdovou úrovní. Konkurovat lze stále ještě v oborech, které jsou pro třetí svět technicky příliš náročné – ale jak dlouho, pokud se tok inovací skutečně zpomaluje? Udrží si alespoň část vyspělých zemí, podle příkladu Německa, svou konkurenceschopnost v průmyslu? Odpověď je pro budoucnost spatřována v robotizaci a v automatizaci řídících procesů – což ale údajně vezme mnoha lidem práci. „Nebude práce pro lidi". Paradoxně současně se nám tvrdí, že kvůli stárnutí obyvatel „nebudou lidé na práci". Nezodpovězené otázky přibývají.

Dovoz levného zboží má samozřejmě výhody i pro pracující vrstvy – dostanou zboží levněji. Ale zároveň jich část přijde o práci. Podnikatelé nakoupí levněji suroviny a součástky – ale mnozí v konkurenci levného zboží neobstojí. Globalizace zasáhla především masovou výrobu v lehkém průmyslu (textil, obuv, sklo) – ale dotkla se také těžby nerostů, hutnictví a dalších oborů (například v USA až do vynálezu frakování nafta ze Zálivu výrazně omezovala domácí těžbu nafty). V podstatě se globalizace dotkla všech oborů, které se nestihly specializovat na technicky náročnější výrobky. A změny byly velmi rychlé, jakmile se konkurence stala globální. Vyspělé ekonomiky, následkem přeregulovanosti, státního paternalismu a zákonodárství vedoucího k rigiditám na trhu práce, nebyly tak pružné, aby se pracovní síla mohla snadno a rychle přesunout do jiných oborů. Mnohdy to trvá prakticky celou jednu generaci, než se v jednotlivých odvětvích vyprofilují obory, které díky speciálnímu know-how nedokáže rozvojový svět napodobit. Ty zároveň také vyžadují vyšší kvalifikaci a méně pracovních sil. Jednodušší je přežití v neobchodovatelném sektoru – proto začne narůstat sektor služeb, který je pracovně intenzivnější. A specifickým problémem se stává růst služeb finančních, z nichž část nevytváří žádný reálný přínos, naopak ekonomiku ohrožují nestabilitou – a přesto se v podobě mezd a zisků započítávají do růstu HDP.

Podle některých autorů právě skončení industrializační fáze vývoje vyspělých ekonomik bylo významnou příčinou zpomalení růstu produktivity. Zmenšení rozsahu a síly sekundárního sektoru vede ke zpomalení rozsahu a tempa technologických inovací zvyšujících produktivitu. Právě sekundární sektor byl tradiční kolébkou inovací. Situaci zhoršuje zatížení zbylé části sekundárního sektoru daněmi a odvody, aby se mohl vydržovat zbytek ekonomiky.

Z dovozu levného zahraničního zboží totiž těží především ti, kdo zůstali zaměstnaní – a firmy, které si udržely konkurenceschopnost. Jenže tato jejich výhoda je zčásti pohlcena narůstajícím daňovým břemenem. Ty, kteří práci ztratili, je nutno zachraňovat státním sociálním systémem. A část pracovníků, kteří se nestačili nebo nemohli přesunout do sektoru služeb, je v zájmu sociálního smíru také vhodné zaměstnat ve vládním sektoru. Tím přirozeně roste role státu, jako ochránce, jako zaměstnavatele, ale také jako toho, kdo si zabírá v daních významnou část mezd a zisků. Sociální systém vyspělých zemí se v druhé polovině (či poslední čtvrtině) minulého století ocitl a dodnes stojí před úkolem kompenzovat podstatné zmenšení dvou dříve hlavních sektorů ekonomiky. Řeší ho tak, že odebírá prostředky těm, kdo ještě produktivně pracují a vyrábějí. Stát se zadlužuje a zároveň vytváří nové a nové regulace, normy, příkazy, zákazy a administrativní povinnosti, kterými ospravedlňuje své rozpínání – a zpomaluje růst produktivity. Složitý daňový a sociální systém nutí firmy zaměstnávat šiky účetních a auditorů. Nepřehledný, nejasný a neustále se měnící právní systém dává práci armádě soudců, advokátů a dalších právníků. Ale velkou část této zátěže musí ze svých zisků financovat produktivní sektor ekonomiky, který tím dále ztrácí konkurenceschopnost.

Část regulací slouží jako netarifní bariéra obchodu, která má chránit domácí výrobu. To se týká například zdravotních a hygienických norem, norem upravujících povolené chemické látky, norem bezpečnosti a úspornosti elektrických spotřebičů a podobně. Jenže tyto regulace jsou vysokou zátěží i pro domácí podnikatelský sektor. Nabízí se otázka, proč vyspělé země raději netrvaly na tom, aby v rámci volného obchodu byly důsledně uvolněny veškeré měnové kurzy, jejichž pohyb by je před záplavou zboží z Asie mohl v delším období lépe ochránit.

Nadnárodní korporace původem z vyspělých zemí zareagovaly přesouváním částí výroby do rozvojových zemí. Samy se tak staly hnacím motorem další globalizace – zatímco jiné podniky z týchž vyspělých zemí byly její obětí. Přesunu části průmyslu do „třetího světa“ napomohly i některé inovace (doprava, telekomunikace, elektronika). To zároveň zabrzdilo inovační proces jinde: pro podnikatele se stalo výhodnějším přesunout mnohé výrobní obory k levnější pracovní síle, než se snažit konkurovat inovacemi a zvyšováním produktivity doma. Inovační proces se začal z ochabujícího průmyslu stále více přesouvat do neobchodovatelné sféry vyspělých ekonomik, tedy především do služeb, a z oblasti výroby do oblasti oddechu a zábavy.

Řada analytiků (včetně OECD) se domnívá, že jednou z brzd vyspělých zemí se stala také rostoucí příjmová nerovnost. V době ekonoma Vilfreda Pareta (1848–1923) vlastnilo v Itálii 20 % společnosti 80% bohatství. Pareto předpokládal, že odhalením tohoto poměru nalezl obecnější pravidlo pro příjmové rozdělení společnosti („pravidlo 80/20“). V současnosti však například nevládní organizace Oxfam tvrdí, že jedno procento obyvatel planety vlastní stejné bohatství jako zbylých 99 procent. A 80 nejbohatších lidí vlastní stejné bohatství jako chudší polovina lidstva – 3,5 miliard lidí. Podle R. Gordona připadalo v roce 1993 na jedno procento nejbohatších Američanů 14 % HDP, v roce 2010 už 20%. (Gordon, 2016, (1)). Studie německé Bundesbanky z března 2016 ukázala, že 10 % nejbohatších Němců vlastní téměř 60 % bohatství Německa. Naproti tomu polovina obyvatel Německa

má velmi malý nebo téměř žádný majetek a dohromady vlastní jen 2,5 % celkového bohatství země. Podle Allianz Global Wealth Report (2016) je prakticky jedinou částí světa, kde došlo od roku 2000 k zmírňování příjmové nerovnosti a k nárůstu bohatství střední třídy, Asie. V Asii se počet lidí spadajících do střední třídy za toto období téměř zdesetinásobil. Nicméně i v rámci Asie 85 % členů střední třídy spadá pouze do jedné země – a tou je Čína (pokud jde o objem aktiv domácností, je Čína dnes už bohatší než Japonsko). V rozvinutých zemích však naopak nerovnost příjmů a bohatství domácností významně narůstala. Nejsilněji se to projevilo ve Spojených státech, zatímco v Evropě to nebylo tak dramatické (Allianz, 2016). I tady však platí, že relativně chudne pracující střední třída. I když ekonomika roste, střední třída ve vyspělých zemích to příliš nepociťuje. A dnešní „majitelé bohatství" nejsou kapitalistickými podnikateli v tradičním schumpeterovském slova smyslu.

Když to shrneme, reakce vyspělého světa na globalizaci byla doposud neúspěšná a neadekvátní. Vyspělé společnosti se nenaučily udržet si produktivní pracovní místa, zato se naučily žít na dluh, rozdávat podpory v nezaměstnanosti a další sociální dávky z přerozdělených daní i z vládních dluhů, a vytvářet k tomu nová místa ve státní správě (a v neziskovém sektoru). Velká část lidí, která ztratila práci, ale nechce žít dlouhodobě na podpoře: neschopnost uživit sebe a svou rodinu vnímá stále jako své osobní selhání a jako ztrátu důstojnosti i smyslu života. Proto tyto ekonomické procesy musely jít ruku v ruce se změnami v politické, společenské a etické oblasti. Z rozdělování sociálních dávek a různých dotací se stalo výnosné odvětví, které je neproduktivní, ale živí spoustu lidí. Státní paternalismus podryl odpovědnost jednotlivce za sebe a svou rodinu. Podnikavá a inovativní střední třída je oslabována a relativně nejméně získává z přínosů ekonomického růstu. To vše mění i ekonomické chování lidí. Za přirozený se považuje život na dluh, přičemž se neúměrně zadlužují rodiny i státy. Občané vyspělých zemí si často ani neuvědomují, kolik z „vymožeností", na které si zvykli, závisí na nebezpečně rostoucích vládních dluzích.

Přesto až do krize roku 2008 vyspělé země nepociťovaly žádné velké potíže a jejich vládám se dařilo prezentovat dvě desetiletí probíhající globalizace, oproti minulosti, jako velmi úspěšné období. Zejména země typu USA nebo Británie nepociťovaly nutnost omezovat domácí spotřebu, aby obnovily rovnováhu obchodních bilancí a finančních toků. Jednak jim platební bilanci vylepšovaly příjmy z předchozích zahraničních investic, jednak jim dobrovolně půjčovaly země, praktikující strategii růstu taženého exportem. Bylo to samozřejmě umožněno také tím, že Čína manipulovala s kurzem své měny tak, že nemohl plnit svou roli ve znovuobnovení rovnováhy (v Evropě plnila roli fixních kurzů a podněcovatele nerovnováh společná měna). Příčiny, které k vnitřním a globálním nerovnováhám vedly, nebyly ani v krizi 2008 ani po ní dosud odstraněny, takže se tyto nerovnováhy reprodukují. Hrozí, že se ve vyspělém světě stanou spouštěčem dalších krizí.

4. Sekulární stagnace, fiskální a měnová politika

Na dlouhodobý růst by vláda měla uplatňovat vliv pomocí jiných nástrojů, než jsou fiskální výdaje. Například pokud je (podle Summerse) investiční poptávka příliš nízká, než aby vyčerpala dostupné úspory (včetně těch přitékajících ze zahraničí), pak by se vláda měla především pokusit posunout nahoru celou křivku poptávky po investicích. Nebo – pokud v ekonomice,

jak tvrdí Gordon –, dochází ke zpomalení toku inovací, měla by vláda inovační aktivity usnadnit. S oběma příčinami sekulární stagnace by šlo bojovat především snížením zbytečných nákladů, které podnikatelům způsobují různé regulace, standardy, zákazy a selektivní dotační programy. Snížit daně, zjednodušit legislativu, zlevnit provoz státní administrativy. Namísto přebujelých sociálních dávek odstranit regulace a zpružnit trh práce.

Ekonomové i mezinárodní instituce některé změny v této oblasti vládám doporučují pod vágním termínem „strukturální reformy". Cílem by mělo být zvýšení investiční aktivity i celkového potenciálu ekonomiky jejím zpružněním. O tom se sice například v Evropě hovoří již mnoho let, ale v realitě se to nedaří. Tím spíše je to obtížné právě v období recese či stagnace, kdy vlády mají tendenci spíše k populistickým krokům. Proto se pozornost opět přesouvá k uznávanému léku pro krátkodobé oživení ekonomiky – k vládním výdajům. Jak v závěru svého článku říká L. H. Summers: Skutečnost, že různé typy rozhazovačnosti možná přispěly k naší současné situaci, nepředstavuje argument pro fiskální úspornost jako primární strategii řešení této situace." (Summers 2015, str. 65)

Také Mezinárodní měnový fond doporučil v roce 2014 vyspělým zemím vyšší veřejné výdaje jako východisko z pokrizové stagnace. Dobře nasměrovaná fiskální expanze se údajně sama více než zaplatí (IMF, 2014).

Avšak fiskální politika vyspělých zemí má v současnosti do značné míry svázané ruce, a to velkými vládními dluhy z minulosti. V USA vzrostl veřejný dluh ze 64 % v roce 2007 na 105% v roce 2015, v eurozóně z 65 % na 92,53 %, v Japonsku ze 183 % na 248 % (tabulka 6). Už před krizí 2008 probíhal růst vyspělých zemí ve velké míře na dluh. Během krize a při snaze o omezení jejích dopadů pak vládní dluhy enormně narostly. Podle některých analytiků se tak vysoké vládní dluhy již mohou stát překážkou dalšího růstu HDP. Vlády se zalekly a v následujícím období nechaly úkol vyvést ekonomiku z dlouhé deprese převážně na centrálních bankách.

Ani měnová politika není nástrojem dlouhodobé podpory ekonomického růstu (Constáncio, 2016). Může pouze vyhlazovat nejhorší cyklické výkyvy. Od krize 2008 se však od měnové politiky očekává, že bude řešit následnou dlouhotrvající recesi, která není primárně vyvolána měnovými důvody. To výrazně překračuje tradiční úkoly a kompetence centrálních bank (Janáčková 2015).

Centrální banky vyspělých zemí se v důsledku krize a následné recese zaměřily na stimulaci poptávky a na boj s deflačními tendencemi, které by (teoreticky) mohly poptávku dále utlumovat. V době, kdy míra inflace klesla k nule nebo až do deflačního pásma a kdy poptávka přestala reagovat i na snížení úrokových sazeb až k nule, hledaly tyto instituce „nekonvenční" nástroje měnové politiky. Patří mezi ně kvantitativní uvolňování, záporné úrokové sazby a manipulace s měnovým kurzem. V argumentech centrálních bank pro používání těchto nástrojů se často verbálně proplétá se snahou vyhnout se deflaci také snaha podpořit růst, ovšem takovýto „duální mandát" (péči o inflaci i o růst) má ve skutečnosti oproti Evropě jen Fed ve Spojených státech. Většina ostatních centrálních bank vyspělých zemí si stanovila jako svůj jediný cíl udržení inflace na úrovni kolem 2 % – a snaží se k této hodnotě dopracovat za cenu nekonvenčních postupů.

Tabulka 6 | Vládní dluh jako % z HDP

	2007	2015
Spojené státy	64	105,2
Japonsko	183	248
Velká Británie	42,2	89
Francie	64,4	96,1
Itálie	99,8	132,7
Řecko	103,1	176,9
Eurozóna průměr	64,9	92,5
Státy G7 průměr	80,9	117,9

Poznámka: Státy G7 zahrnují USA, Japonsko, Kanadu, Velkou Británii, Francii, Německo, Itálii.
Zdroj: Mezinárodní měnový fond, 2016

Kvantitativní uvolňování spočívá v nákupech cenných papírů, především vládních dluhopisů, centrální bankou od komerčních bank. Představuje obrovský „tisk“ nových peněz a jejich nalévání do ekonomiky v bezprecedentních objemech. Bilance centrálních bank se několikanásobně zvětšily. Začalo s tím Japonsko, dělala to Bank of England v letech 2009–2011, masivně to v krizi dělal Fed ve Spojených státech. Počínaje březnem 2015 se ke kvantitativnímu uvolňování připojila také Evropská centrální banka, která v této politice pokračovala i v roce 2016. Z dlouhodobějšího hlediska je strategie kvantitativního uvolňování značně nebezpečná. Pokud není včas a správně ukončena, může se po oživení ekonomiky projevit přílišným nárůstem inflace – nebo vytvořit cenové bubliny na jiných trzích. Kvantitativní uvolňování nákupem vládních dluhopisů zároveň oslabuje nezávislost centrálních bank a vede je prakticky k nepřímému financování vládních dluhů. Kontraproduktivně k této strategii navíc působí prudké zpřísnění regulace bank, rostoucí nároky na zvyšování kapitálu a na tvorbu likviditních rezerv. Zejména evropské banky používají finanční prostředky emitované Evropskou centrální bankou v rámci kvantitativního uvolňování, k posílení kapitálu a ozdravení bilancí, nikoliv jako zdroj úvěrů podnikům.

Dalším nekonvenčním nástrojem se staly záporné úrokové sazby. Soustavné snižování úrokových sazeb v průběhu finanční a dluhové krize přivedlo centrální banky většiny vyspělých zemí do situace, kdy snížily svou hlavní měnově politickou sazbu až na „technickou nulu“. Zároveň s tím se další sazby, které centrální banky používají, snížily až pod nulu (ECB, Švýcarsko, Švédsko, Dánsko, celosvětově zhruba 14 zemí). Cílem bylo znevýhodnit držbu peněz ležících na účtech, přimět komerční banky, aby začaly více půjčovat do reálné sféry ekonomiky, a motivovat podniky a domácnosti, aby méně spořily, více investovaly a více nakupovaly, a tak rozhýbaly ekonomiku i růst cen. Pod nulu

mnohde klesly také sazby z vládních dluhopisů. Efekty pro oživení ekonomik (případně na zastavení deflačních tendencí) jsou však dosti sporné: tržní úrokové sazby nemohou jít příliš daleko do záporu, dokud mají podniky a domácnosti alternativní možnost držet místo peněz na účtech hotovostní peníze nebo cizí měny.

Na pomezí mezi standardním a nekonvenčním nástrojem měnové politiky je záměrné oslabení měnového kurzu – devalvace nebo cílená depreciace měny. Tento nástroj se obvykle používá spíše v obchodní politice. V měnové politice jde o nekonvenční nástroj, pokud má kurzový manévr sloužit dosahování cílové úrovně inflace. Jeho efekt na inflaci je nejistý a nanejvýš jen krátkodobý. Napomoci může spíše k oživení růstu, ovšem za cenu znehodnocení všech domácích aktiv vůči zahraničí. Odchod od takové strategie bývá velmi složitý, s možnými šokovými dopady. A z mezinárodního hlediska je cílená depreciace měny hrou s nulovým součtem – může u obchodních partnerů vyvolat protiopatření a vést až k měnovým válkám.

Nejdůležitějším nekonvenčním nástrojem měnové politiky zůstává kvantitativní uvolňování. Zatím však přineslo očekávaný efekt jen ve Spojených státech, ovšem až poté, co zde proběhlo skutečně tvrdé ozdravení bankovního systému a rozsáhlé snížení zadluženosti bank, firem i domácností. V eurozóně se naopak namísto boomu úvěrů do reálné ekonomiky objevují signály, že je opět nakročeno k tvorbě bublin na akciových a finančních trzích. Je otázkou, zda dnes vůbec má nějakou logiku používat nekonvenční nástroje měnové politiky k „řešení“ situace, která nemá primárně krátkodobé měnové příčiny, nýbrž plyne z dlouhodobých trendů. Teorie sekulární stagnace konec konců ani nepočítá s možností řešení pomocí měnové politiky. Ani Larry Summers, který odvozuje sekulární stagnaci od nedostatečné poptávky a od poklesu reálné rovnovážné úrokové míry pod nulu, nepovažuje nalévání peněz do ekonomiky za vhodné řešení dlouhodobějších problémů. Už před krizí 2008 vznikaly z takové politiky namísto udržitelných investic jen hypoteční a finanční bubliny (Summers 2015, str. 60).

5. Potřeba korekce globálních nerovnováh: návrat protekcionismu?

Bývalý dlouholetý guvernér Bank of England Mervyn King, který předtím pracoval též jako hlavní ekonom této centrální banky a podílel se na tvorbě jejího modelu pro inflační cílení, napsal v knize *The End of Alchemy* (King 2016, str. 326, 356 a další) velmi zásadní postřeh o současné hospodářské politice pod názvem „paradox politiky“. Jde o situaci, kdy krátkodobá stimulace výdajů vzdaluje vyspělé země od dlouhodobé rovnováhy. Expanzivní měnová či fiskální politika byly správnou krátkodobou reakcí na krizi roku 2008. Jejich účinnost však s časem klesá. Dlouhodobá reakce na prodělanou krizi by měla být přesně opačná. Ve světové ekonomice totiž přetrvávají velké globální nerovnováhy (USA-Asie, sever-jih Eurozóny), stejné nerovnováhy, které vedly k finanční krizi let 2008-2009. Dlužnické země stále mají příliš vysokou spotřebu a věřitelské země příliš nízkou, úrokové sazby ani měnové kurzy nejsou schopny tyto nerovnováhy vyrovnat, pokračuje chybná alokace kapitálu, trvá nebezpečí nové krize. Ke korekci globálních nerovnováh potřebují vyspělé země dlouhodobý přesun od domácí spotřeby k exportu, ke snížení obchodních deficitů, snížení „leverage“ (finanční páky), k růstu národní míry

úspor a investic. (Výjimkou je Německo, které spolu s Čínou bylo největším uživatelem strategie růstu taženého exportem.) Návratu krizí podobných té z roku 2008 se nezabrání ani lepší regulací finančního systému – nutná je korekce globálních i vnitřních nerovnováh, které s sebou přinesl proces globalizace. Východiskem z uvedeného paradoxu politiky by podle Kinga mohlo být obnovení rychlého růstu produktivity ve vyspělých zemích, velkou roli by měla sehrát také pozitivnější očekávání ekonomických subjektů.

Mervyn King se tak připojuje k plejádě ekonomů, kteří zejména ve Spojených státech před krizí i po ní varovali před prohlubováním globálních nerovnováh. Protiváhou strategie růstu taženého exportem, který praktikovala Čína a další asijské země, byl v řadě vyspělých zemí život na dluh. Při pasivní obchodní bilanci do nich přitékalo ze zahraničí jak zboží, tak i kapitál – a odtékala finanční aktiva typu vládních dluhopisů či akcií. Vyspělé země díky tomu mohly spotřebovávat dlouhodobě více, než samy vyrobily, a investovat z dluhů vůči zahraničí místo z domácích úspor. Platilo to nejen pro Spojené státy, ale také například pro Británii (velké obchodní deficity od konce 90. let). Asijské země v čele s Čínou jim de facto půjčovaly na nákup svého zboží, tím, že umisťovaly své úspory do jejich vládních dluhopisů a na jejich finanční trhy. To byla ona „záplava úspor“, která vedla ve Spojených státech k hypoteční bublině, k finančním inovacím zaměřeným na přeprodávání rizika s hypotékami spojeného, a k finanční krizi. Globální nerovnováhy spolu se „záplavou úspor“ přispěly k poklesu reálných úrokových sazeb, k neudržitelným výdajům a k příliš vysoké finanční páce, což bylo jen zčásti korigováno finanční krizí.

Významnou roli v těchto procesech hrály také netržní kurzy měn. Mezinárodní měnový trh byl manipulací s kurzy vyřazen ze své role korektora dlouhodobých obchodních nerovnováh, a zároveň byl zahlcen kapitálovými toky, které začaly v platebních bilancích mnohde hrát důležitější roli než toky zboží. Zásadní role měnového kurzu pro obchodní a finanční nerovnováhy se zcela jasně ukázala na situaci v eurozóně. V eurozóně vznikla „díky“ nenávratně zafixovaným kurzům jakási zmenšenina globálních nerovnováh: Německo jako silný exportér půjčovalo jižnímu křídlu eurozóny peníze na nákup německého zboží a umožňovalo mu život na dluh. Kapitál přitékající do Řecka a dalších jižních zemí eurozóny byl zčásti projídán, zčásti investován do ekonomicky neudržitelných projektů. Teprve v krizi roku 2008 se tento systém zhroutil (Janáčková 2010).

Vlády i centrální banky vyspělých zemí stále váhají s radikálními kroky k nápravě trvajících nerovnováh a snaží se celou situaci nějak „přebrodit“ v naději, že bude možno se vrátit k životu před krizí. Spojeným státům finanční krize paradoxně přinesla ještě další posílení jejich relativní moci v oblasti měnové politiky, světového měnového systému a globálních financí. A to i přesto, že v jiných oblastech pozice USA slábne (v podílu na světovém HDP, vyjádřeném v paritě kupní síly, už je dohnala Čína). Finance stále hledají v USA „bezpečný přístav“, dolar je stále nejvýznamnější rezervní měnou (Janáček; Komárek, 2012). Odhaduje se, že de facto dolarová zóna zahrnuje až 60 % světové populace a 60 % světového HDP – tolik měn je přímo nebo neformálně na dolar navázáno, a tedy i ovlivňováno měnovou politikou amerického Fedu (The Sticky Superpower 2015). Na druhé straně jsou USA z těchto důvodů i zranitelné: tvorba nových dolarů zčásti probíhá také v evropských bankách (na eurodolarovém trhu), mimo měnově

politickou kontrolu Fedu. A eurodolary masivně používá také čínský bankovní systém. Jak Evropa, tak i Čína mají zájem na silném kurzu dolaru.

Nová administrativa USA zřejmě hodlá méně respektovat zájmy amerického finančního systému a nadnárodních korporací – a více hájit zájmy americké pracující střední třídy, které globalizace zatím přinášela růst nezaměstnanosti a pokles životní úrovně. Chce zastavit, či dokonce obrátit proces odplývání pracovních míst z průmyslu USA do Číny a dalších zemí s levnou pracovní silou. Tato cesta však rozhodně nebude snadná. Obnovení konkurenceschopnosti domácího amerického průmyslu – ve vývozu i vůči dovozu – se sotva podaří bez úpravy kurzu amerického dolaru k čínské měně a k asijským měnám, které jsou na ni navázány. Čínský jüan je dnes po dolaru druhou nejpoužívanější světovou měnou, i když jeho vliv je zatím omezen zejména na asijskou oblast. Čína kurz k dolaru dlouhodobě řídila v zájmu své strategie růstu taženého exportem, a rozhodně nemá zájem na významném posílení jüanu vůči dolaru. A to přesto, že se dnes, vzhledem k poklesu poptávky ve vyspělých zemích, snaží více investovat doma a orientovat výrobu více na domácí spotřebu.

Zájem na silném dolaru je důležitý také z hlediska udržení hodnoty devizových rezerv. Spojené státy se od 90. let minulého století staly čistým dlužníkem – zahraničí drží velké objemy jejich finančních a dalších aktiv. Spojené státy samozřejmě mají v zahraničí také velké investice, které jim nesou stále vysoké zisky a pomáhají v platební bilanci pokrývat obchodní deficity USA. Přesto ale jejich celkově dlužnická pozice vůči zahraničí dosahuje (podle Bureau of Economic Analysis) až 44 % HDP. Zejména Čína a další asijské země vlastní velké objemy amerického vládního dluhu. Dolarové rezervy čínské vlády či polostátních bank se odhadují až na téměř 3 biliony (3 tisíce miliard) dolarů. Rozhodně by tedy proti zájmům Číny šly jakékoli kroky ke znehodnocení dolaru ve vztahu k čínské měně. Svou zásobou amerických dluhopisů zároveň Čína do jisté míry může Spojené státy držet v šachu, a bránit tak protekcionistickým opatřením pro americký průmysl.

Na přetrvávajících globálních obchodních a finančních nerovnováhách se přitom na obou stranách podílí větší počet zemí. Vztahy USA a Číny jsou pouze koncentrovaným výrazem širšího ekonomického klimatu ve světě. Svět postrádá odpověď na otázky, jak odvrátit hrozící měnové války, jak zabránit velkým nerovnováhám obchodu a běžných účtů a jak zvládat situace, kdy finanční toky významně určují vývoj platebních bilancí. Východiskem z globálních nerovnováh by mohl být rychlý růst produktivity v deficitních zemích, který by obnovil jejich konkurenceschopnost i bez pomoci měnového kurzu. Situace s růstem produktivity je však zatím velmi neuspokojivá.

Ani v rámci Evropské unie se problém vnějších i vnitřních nerovnováh obchodních a kapitálových toků nedaří řešit (Coeuré, 2016). Snaha zabránit rozpadu eurozóny, nejsilněji reprezentovaná Německem, vede k situaci, kdy je zablokována logická cesta nápravy prostřednictvím měnových kurzů. Řecko a další zadlužené země nemohou či nechtějí z eurozóny vystoupit, obnovit své vlastní měny, devalvovat je a tím obnovit svou konkurenceschopnost. Namísto toho je jim vnucována cesta tak zvané vnitřní devalvace, tedy snížení mezd, snížení domácí spotřeby a bolestivých „strukturálních změn“. Tato cesta zde způsobila katastrofální nezaměstnanost, aniž by zatím měla hmatatelnější pozitivní přínosy.

Německo odmítá podílet se na obnovení rovnováhy v eurozóně umělým vyvoláním domácí mzdově cenové inflační spirály, která by zvýšila spotřebu a omezila export. Poukazuje na své náklady v podobě odlivu kapitálu, který byl investován v zemích jižního křídla a nesloužil rozvoji německé ekonomiky. Navíc někteří němečtí analytici (Sinn, 2016) argumentují, že německé pohledávky vůči jihu zůstávají ležet na „targetovém" účtě u ECB, aniž by byly spláceny.[9] Hrozí tak, že německé vývozy zboží na jih eurozóny nikdy nebudou plně zaplaceny a že německý kapitál vyvezený na jih bude zčásti navždy ztracen. Pravdou je, že bude-li Německo chtít za každou cenu udržet eurozónu v dosavadní podobě, bude za to muset i nadále také něco platit. Vynaložené německé prostředky však lze chápat také jinak: jako investici do – dnes nesporně existující – neformální mocenské hegemonie Německa v eurozóně a v celé Unii. Je otázka, jak s touto hegemonií Německo naloží, ale nevypadá to, že by se jí teď chtělo zbavit vyloučením jižního křídla z eurozóny. A pro vlády zemí jižního křídla je zřejmě také výhodnější nechat se dále financovat prostřednictvím targetových dluhů. Do jisté míry se tak jih a sever drží v šachu vzájemně. Euro je stále hlavním politickým projektem Unie a na rozpadu eurozóny nemá silný zájem z politiků vlastně nikdo. Jinak je tomu u občanů členských zemí, jejichž nedůvěra v přínosy společné měny narůstá.

Celosvětově i v rámci Evropy tak globální i vnitřní nerovnováhy obchodních a finančních toků zůstávají zatím bez pozitivního řešení a hrozí, že se budou dále reprodukovat. Otázkou je, zda to ve světě nepodryje důvěru v globalizaci a volný obchod natolik, že by hrozil návrat k protekcionismu v jeho nejviditelnějších a konfliktních formách. V méně viditelné podobě ostatně protekcionismus nikdy nepřestal existovat. Zejména ve formě manipulací s kurzem – a ve formě obecné nedůvěry k tržnímu systému plovoucích kurzů, schopných v dlouhém období napravovat obchodní a finanční nerovnováhy.

Závěr

Docházíme k závěru, že hrozba sekulární stagnace vyspělého světa není jen planým strašákem. Ve vyspělých ekonomikách působí stejnosměrně řada negativních dlouhodobých trendů – zpomalení růstu produktivity, demografické stárnutí, přeregulovanost ekonomik, nestabilita finančního sektoru v eurozóně, neschopnost či neochota vlád k zásadním zásahům, které by vedly k řešení nerovnováh. Víra, že řešení přinesou akce centrálních bank, je naivní. Bez pružných měnových kurzů nemůže fungovat automatický mechanismus vyrovnávání nerovnováh mezi státy a roste hrozba obnovy tvrdých forem protekcionismu.

Evropa je navíc ohrožena masovou migrací (Klaus; Weigl, 2015), která může narušit její společenskou soudržnost a zahltit její sociální systémy. Strašák sekulární stagnace rozhodně není jediným strašákem dnešního světa: na síle nabývá i hrozba velkých mezinárodních konfliktů.

Tyto negativní trendy budou pokračovat minimálně ve střednědobém horizontu. A proto nelze očekávat, že hrozba sekulární stagnace pomine. Další výzkum by se měl též zaměřit na otázku, zda akcelerace významných negativních trendů není způsobena právě jejich společným synergickým efektem, jehož vliv nebyl v minulých dekádách ještě tak silný.

9 Podrobněji k targetovému systému viz Sinn (2016), Janáčková (2012).

Literatura

Arvisenet, P. (2015): *From the Great Moderation to Secular Stagnation*. Paris: BNP Paribas.

Brandmeir, K., Grimm, M., Holzhausen, A. (2016). *Allianz Global Wealth Report*. München : Allianz SE Economic Research.

Federal Reserve Board.

Buckle up. Interest rates in America. The Economist 12. 12. 2015, str. 60-61.

Cette, G., Kocoglu, Y., Mairesse, J. (2010). *Productivity Growth and Levels in France, Japan, the United Kingdom and the United States in the Twentieth Century*. National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper No. 15577. Dostupné z: http://www.nber.org/papers/w15577

Coeuré, B. (2015): *Rebalancing in the euro area: are we nearly there yet?* Speech at the Danish Economic Society, Kolding, 15 January 2016. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/index.en.html

Constáncio, V. (2016). *The Challenge of low real interest rates for monetary policy*. Speech at Macroeconomics Symposium at Utrecht School of Economics, 18 June 2016. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160615.en.html

Eichengreen, B.(2015). Secular Stagnation: The Long View. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 105(5), 66–70, https://doi.org/10.1257/aer.p20151104

Gordon, R. J. (2015). Secular Stagnation: A Supply-Side View. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 105(5), 54–59, https://doi.org/ 10.1257/aer.p20151102

Gordon, R. J. (2016). Perspectives on The Rise and Fall of American Growth. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 106(5): 1–7, http://dx.doi.org/10.1257/aer.p20161126

Gordon, R. J.(2016). *The rise and fall of american growth: The U:S. Standard of Living Since the Civil war*. Princeton: Princeton University Press. ISBN 9780691147727.

Hansen, A. (1939). *Full Recovery or Stagnation?* New York: W. W. Norton & Co.

International Monetary Fund (2014). *Is It Time for an Infrastucture Push? The Macroeconomic Effects of Public Investment,* in IMF World Economic Outlook 2014.

International Monetary Fund (2016). Fiscal Monitor, October 2016.

Janáček, K. (2002). Co zbylo z nové ekonomiky? *Politická ekonomie*, 50(2), 177–183, https://doi.org/10.18267/j.polek.353

Janáček, K., Komárek, L. (2012). Bude americký dolar nadále dominantní světovou rezervní měnou? *Politická ekonomie*, 60(1), 3–19, https://doi.org/10.18267/j.polek.829

Janáčková, S. (2010). *Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa*. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku. 99 s. ISBN 978-80-86547-95-4.

Janáčková, S. (2012). Skrytá rizika eurozóny. Centrum pro ekonomiku a politiku – Newsletter, duben 2012.

Janáčková, S (2015). Lesk a bída měnové politiky. Peníze tajemství zbavené? Praha: Institut Václava Klause, publikace č. 19. ISBN 978-80-87806-99-9.

King, M., Low, D. (2014). Measuring the „World" Real Interest Rate. National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper č. 19887.

King, M. (2016). The End of Alchemy: Money, Banking and the Future of the Global Economy. London: Little, Brown Books Group.

Klaus, V., Weigl, J. (2015). *Stěhování národů s.r.o.: Stručný manuál k pochopení současné migrační krize*. Praha: Olympia. ISBN 978-80-7376-422-7.

Laubach, T., Williams, J. (2001). *Measuring the Natural Rate of Interest.* Fed Board of Governors of the Federal Reserve System, listopad 2001.

Maddison, A. (2007). *Contours of the World Economy I – 2030 AD.* Oxford: Oxford University Press.

OECD (2016). Compendium of Prodictivity Indicators.

O'Sullivan J. (2016): An open and shut case. *The Economist*, 1. října 2016.

Sinn, H. W. (2016). *V pasti eura*. Brno: Centrum pro studium demokracie a kultury.

Summers, L. H. (2015). Demand Side Secular Stagnation. *American Economic Review, Papers and Proceedings* 105(5). 60–65.

Summers, L. H. (2016). The age of secular stagnation: what it is and what to do about it. *Foreign Affairs,* March/April 2016.

The Economist. (2015). *Buckle up.* Interest rates in America. 12. 12. 2015, str. 60–61.

The Economist (2015). *The sticky superpower*. Special Report, 3. října 2015, str. 1–12.